

季度业绩增速现拐点，Q2 业绩较快增长可期

——国防军工一季报&公募基金持仓综述

军工行业

推荐 (维持评级)

核心观点:

- **军工板块 22 年增收不增利，整体表现低于年初预期。**2022 年军工板块营收 6437.81 亿元，同比增长 11.18%，归母净利润 440.67 亿元，同比减少 4.73%，整体表现增收不增利，低于我们 22 年初的预期。究其原因，首先，2022 年疫情反复对行业生产经营造成冲击；其次，因国产化要求，行业中下游成本端上行致毛利率下滑 1.09pct；再次，在武器装备现代化驱动下，行业更加关注研发对可持续发展的推动，研发费用率上行 0.29pct。
- **军工板块 23Q1 延续增收不增利，但季度业绩增速拐点已现。**23Q1 军工板块营收 1384.03 亿元，同比增长 8.50%，归母净利 103.69 亿元，同比增长-0.39%，低于预期。随着疫情结束，军工行业有序复工复产，叠加 22 年 Q4 订单转结至 23 年 Q1，营业收入呈现小幅上涨，但依然增收不增利。主要原因为 1) 23 年部分企业面临下游降价压力和上游原材料因国产化要求成本上涨压力，行业整体毛利率下降 0.37pct；2) 研发费用增速较快 (YoY+23.26%)，费用率上行 0.67pct。
 - ◆ 2023Q1 扭转了季度业绩增速持续下行态势。随着 Q2 订单逐步明朗，前期交付订单的收入确认比例提升，军工板块高景气有望回归，Q2 业绩增速将大概率转正，并实现快速增长。展望全年，季度业绩增速将表现为前低后高，整体业绩增长或超预期。预计 23Q2 军工板块收入和扣非净利分别增长约 12%和 9%，2023 年全年营收和扣非归母净利润分别增长 14%和 10%。
- **23Q1 基金军工持仓占比回落，逐步向标配比例回归。**2023Q1 基金军工持仓占比为 3.81%，同比增长 0.10pct，环比骤降 1.14pct。剔除军工主题基金后，2023Q1 基金持仓占比 2.92%，同比下降 0.79pct，环比下降 0.91pct。2023Q1 超配比例下行至 0.83%，延续超配态势，但正逐步回归标配新常态。
- **投资建议：财报季靴子落地，板块预期将迎边际改善。**短期看，首先，行业订单不明朗、重点型号降价、Q1 业绩偏弱等估值压制因素基本 price in；其次，五年装备采购中期调整 Q2 或将逐步落地，订单随之可见，板块预期将迎边际改善；再次，行业复工复产叠加招投标有序重启，Q2 订单落地将推动板块业绩快速回升；最后，军工板块估值分位数 29.8%，提升空间依然较大。**中期看**，23 年是“十四五”承前启后的一年，军工板块预期分化明显，无人机、远程火箭弹、战略弹、北斗三、网络安全和陆军等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升。
 - ◆ 建议“轻赛道，重个股”，“五维度”配置：1) **新域新质**，无人装备领域包括中无人机、航天电子、晶品特装；远火装备北方导航、理工导航；军工网络安全供应商邦彦技术；军工检测提供商思科瑞；2) **航空/航发产业链**，包括航发动力、中航西飞、西部超导、中航光电、宝钛股份；3) **导弹/北斗三产业链**，包括智明达、新雷能和海格通信；4) **国产化提升受益标的**，包括紫光国微和振华风光；5) **中特估/国企改革受益标的**，包括中航电子、中航电测、国睿科技和航天发展等。
- **风险提示：**装备采购和行业产能扩张不及预期的风险。

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

胡浩淼

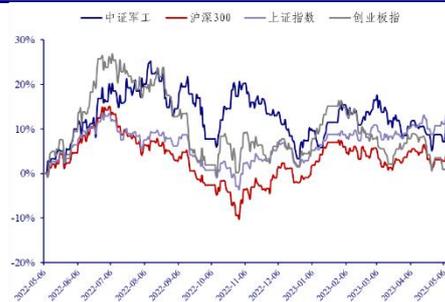
☎: 010-80927657

✉: huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521100001

行业数据

2023.5.9



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目录

一、军工行业现景气波动，Q2 将迎边际改善	2
(一) 利润表简析：Q1 业绩同比基本持平，扭转季度业绩增速下行态势.....	2
(二) 资产负债表简析：存货和固定资产持续增长，强需求拉动下行业景气度仍存.....	4
(三) 现金流量表简析：经营现金流有所恶化，回款压力较大.....	6
二、子行业受产业环境影响较大，表现有所分化	6
(一) 前瞻分析：存货和合同负债.....	6
(二) 滞后分析：收入和利润端.....	8
三、23Q1 基金持仓占比回落，军工板块延续超配态势	9
(一) 2023Q1 基金军工持仓占比持续回落.....	9
(二) 基金军工持仓集中度快速下降.....	10
(三) 军工板块依然处于超配状态，逐步向标配比例回归.....	12
四、军工板块整体估值提升空间较大	12
(一) 当前共 147 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.73%.....	12
(二) 军工板块估值低于中枢，估值分位数仅 29.8%.....	13
五、投资建议：财报季靴子落地，板块预期将迎边际改善	14
六、风险提示	15
七、附录	16

提示：1、研究样本选取情况。首先，样本不包含 st 公司；其次，样本不包含大额商誉减值或资产减值的公司；再次，因中船集团旗下上市公司业绩波动较大，可比性较差，也予以剔除。至此，我们选取 147 家军工央企、地方军工国企和民营涉军上市公司作为分析样本。

2、对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行调整。

3、选取财务三张表中的关键科目进行对比分析。

一、军工行业现景气波动，Q2 将迎边际改善

我们将 147 家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易因素，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表，并进行比较分析。

（一）利润表简析：Q1 业绩同比基本持平，扭转季度业绩增速下行态势

2023Q1 军工行业收入规模持续增长，研发费用快速增长拖累业绩

2022 年军工行业营收 6437.81 亿元，同比增长 11.18%，归母净利润 440.67 亿元，同比减少 4.73%，整体表现增收不增利，低于我们 22 年初的预期。究其原因，首先，2022 年疫情反复对行业生产经营造成冲击；其次，因国产化要求，行业中下游成本端上行致毛利率下滑 1.09pct；再次，在武器装备现代化驱动下，行业更加关注研发对可持续发展的推动，研发费用率上行 0.29pct。

2023Q1 军工行业实现营收 1384.03 亿元，同比增长 8.50%，营业利润 124.79 亿元，同比增长 0.65%，归母净利 103.69 亿元，同比增长-0.39%，低于预期。随着疫情结束，军工行业有序复工复产，叠加 22 年 Q4 订单结转至 23 年 Q1，营业收入呈现小幅上涨，但依然增收不增利。我们认为主要原因为：1）23 年部分企业面临下游降价压力和上游原材料因国产化要求成本上涨压力，行业整体毛利率下降 0.37pct；2）研发费用增速较快（YoY+23.26%），费用率上行 0.67pct。此外，因军工行业收入确认呈现季节性波动，年中、年底通常为订单集中确认期，因此 2023Q1 营收环比降幅较大（QoQ-25.19%），符合行业规律。我们认为随着各集团均衡生产计划的推进，行业季度性差异或将缩小，未来季度间可比性有望改善。

表 1 军工板块利润表

科目(单位: 亿元)	2023Q1	2022Q1	同比	环比	2022	2021	同比
一、营业总收入	1,384.03	1,275.57	8.50%	-25.19%	6,437.81	5,790.28	11.18%
二、营业总成本							
其中: 营业成本	1,080.95	991.54	9.02%	-27.45%	5,102.11	4,526.06	12.73%
毛利率	21.90%	22.27%	-0.37%	2.43%	20.75%	21.83%	-1.09%
毛利	303.08	284.02	6.71%	-15.83%	1335.71	1264.22	5.65%
销售费用	25.16	22.45	12.06%	-18.34%	103.02	98.82	4.25%
销售费用率	1.82%	1.76%	0.06%	0.15%	1.60%	1.71%	-0.11%
管理费用	73.51	69.71	5.45%	-15.81%	307.79	306.60	0.39%

管理费用率	5.31%	5.46%	-0.15%	0.59%	4.78%	5.30%	-0.51%
财务费用	6.87	7.28	-5.73%	-31.52%	12.32	29.19	-57.78%
财务费用率	0.50%	0.57%	-0.07%	-0.05%	0.19%	0.50%	-0.31%
期间费用	105.54	99.45	6.13%	-17.64%	423.13	434.61	-2.64%
期间费用率	7.63%	7.80%	-0.17%	0.70%	6.57%	7.51%	-0.93%
研发费用	77.11	62.56	23.26%	-25.59%	343.65	292.17	17.62%
研发费用率	5.57%	4.90%	0.67%	-0.03%	5.34%	5.05%	0.29%
三、营业利润	124.79	123.99	0.65%	51.29%	506.56	539.34	-6.08%
四、净利润	108.17	107.91	0.24%	26.23%	462.68	485.33	-4.67%
净利润率	7.82%	8.46%	-0.64%	3.18%	7.19%	8.38%	-1.19%
归母净利润	103.69	104.09	-0.39%	24.96%	440.67	462.53	-4.73%
扣非归母净利	92.72	94.37	-1.75%	49.67%	387.39	391.86	-1.14%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从盈利能力角度看, 板块毛利率有所下滑, 费用管控能力提升

利润端, 因装备需求放量叠加国产化要求提升, 军工企业“以价换量”成大势所趋, 国产化率提升挤压中下游毛利率, 行业毛利率有所下滑。展望未来, 批量生产带来的规模效应将逐步显现, 而上游国产零部件上量, 价格下行也有利于中下游毛利率的改善, 未来行业整体毛利率有望趋稳。

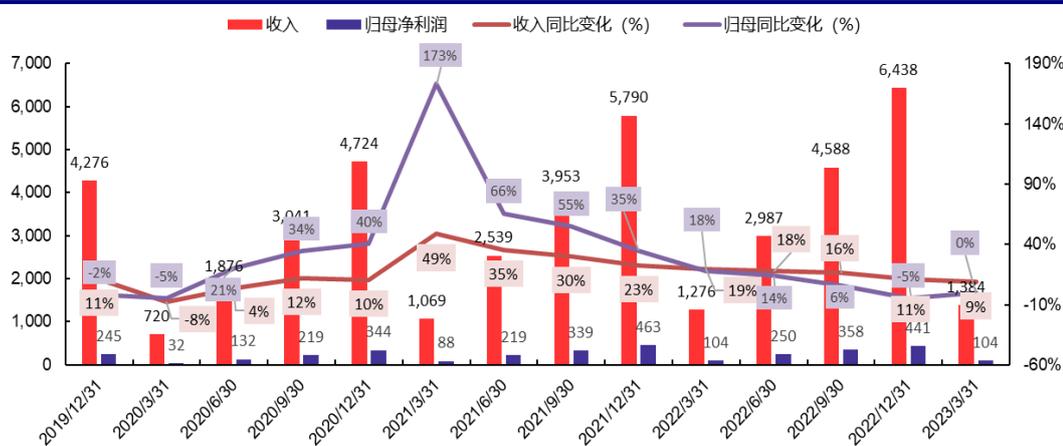
2023Q1 期间费用率(不包含研发费用)为 7.80%, 同比下降 0.17pct, 费用管控能力持续改善, 其中财务费用同比减少 5.73%, 环比下降 31.52pct。各项费用收入占比持续降低, 显示板块费用管控能力明显提升, 规模效益逐步显现, 盈利能力向好。

2023Q1 行业研发费用同比增长 23.26%, 研发费用率 5.57%, 同比增长 0.67pct, 表明军工企业对科技创新的重视, 研发实力不断积聚有望为未来贡献持续推动力。另外, 在行业景气上行背景下, 板块盈利水平创新高, 多数企业研发支出的费用化比例提升。

从成长能力角度看, Q1 业绩增速扭转下行态势, Q2 有望延续增长

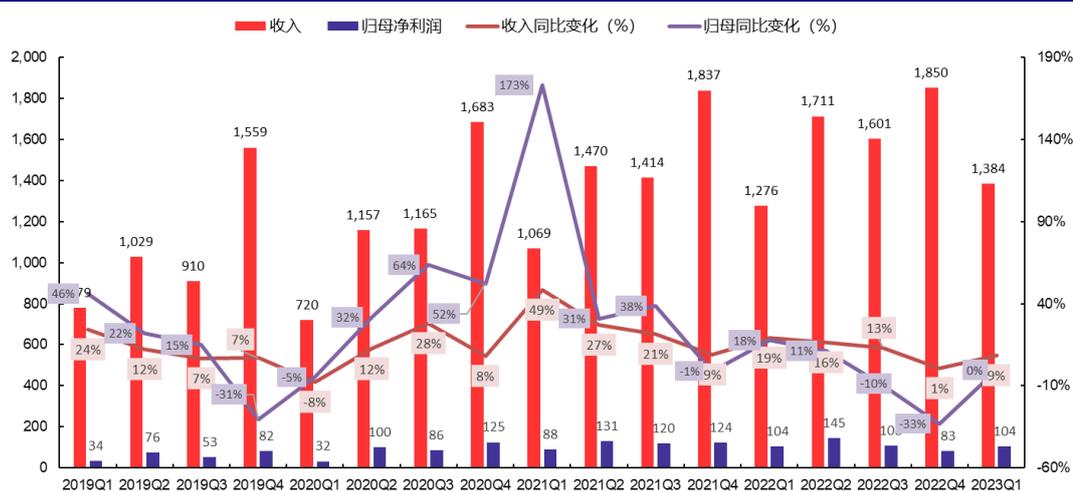
随着疫情趋稳, 2023Q1 业绩扭转了季度业绩增速持续下行态势。随着 Q2 订单逐步明朗, 前期交付订单的收入确认比例提升, 军工板块高景气有望回归, Q2 业绩增速将大概率转正, 并实现较快增长。

图 1 2019 年至今军工板块经营情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2 2019 年至今军工板块单季度经营情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

23 年全年维度看，季度业绩增速或表现为前低后高

国际局势日趋紧张，扩军备战依然迫在眉睫。五年规划中期调整或渐近尾声，随着后期订单逐步明朗，叠加疫情对供给端产能扩张压制的消除，军工板块景气度将迎明显改善，全年季度业绩增速将表现为前低后高，整体业绩增长或超预期。

预计 23Q2 军工板块收入和扣非净利分别增长约 12%和 9%，2023 年全年营收和扣非归母净利润分别增长 14%和 10%。

(二) 资产负债表简析：存货和固定资产持续增长，需求拉动下行业景气度仍存

分析资产负债表中各科目，2023Q1 军工板块总资产 13447.09 亿元，总负债 6486.00 亿

元，资产负债率 48.23%，相比 2022 年期初减少 0.59pct，基本持平。

资产项下，2023Q1 应收账款余额为 2295.03 亿元，较期初增长 27.41%，2023Q1 较 2022Q4 环比再升 14.50%。行业回款情况有恶化趋势，信用减值损失走高。鉴于行业下游多为信用良好的军方客户，应收账款坏账风险较小。2023Q1 存货余额较期初增长 21.27%，较 2022Q4 增长 7.95%。我们认为，首先，军工企业生产经营计划性较强，存货与在手订单有一定关联，存货的快速增长多为需求牵引下，企业主动加大备货力度，应对订单增长的表现。其次，因五年规划中期调整带来的订单不确定性，23Q1 军工行业整体产品交付低于预期，部分被动存货也成为存货增长的原因之一。此外，2023Q1 固定资产 2117.72 亿，较期初增长 16.15%，呈现持续增长态势，反映板块企业为应对下游需求增长，产能扩张在路上。

负债项下，2023Q1 合同负债 1013.27 亿元，较 2022Q4 减少 3.84%，较期初减少 15.29%，或因季度间产品交付和新签订单此消彼长的共同作用，叠加中期调整对新订单落地的消极影响。此外，22Q3 可观测到长期借款的快速增长（较 22 年年初+88.04%），或为企业加大资本开支和应对应收账款高企对现金流冲击而进行的长期财务安排。

表 2 军工板块资产负债表

科目(单位: 亿元)	2023Q1	2022 期初	相较期初	2022 期末	2021 期末	相较期初
一、资产总计	13,447.09	11,877.29	13.22%	13,066.96	11,877.29	10.02%
总资产周转率	0.11	0.53	-0.43	0.51	0.53	-0.02
流动资产						
货币资金	2,318.80	2,324.36	-0.24%	2,539.30	2,324.36	9.25%
应收票据	580.96	624.73	-7.01%	698.74	624.73	11.85%
应收账款	2,295.03	1,801.24	27.41%	2,004.51	1,801.24	11.28%
应收账款周转率	0.59	3.30	-2.71	3.12	3.30	-0.19
合同资产	115.52	148.21	-22.06%	137.82	148.21	-7.01%
存货	2,623.25	2,163.18	21.27%	2,429.95	2,163.18	12.33%
存货周转率	0.43	2.18	-1.75	2.14	2.18	-0.04
非流动资产						
固定资产	2,117.72	1,823.32	16.15%	2,063.21	1,823.32	13.16%
在建工程	-	414.55	-	466.63	414.55	12.56%
商誉	191.41	199.84	-4.22%	179.38	199.84	-10.24%
二、负债总计	6,486.00	5,798.98	11.85%	6,315.30	5,798.98	8.90%
资产负债率	48.23%	48.82%	-0.59%	48.33%	48.82%	-0.49%
流动负债						
短期借款	532.64	581.45	-8.39%	508.57	581.45	-12.53%
应付票据及应付账款	3,024.73	2,468.50	22.53%	2,823.42	2,468.50	14.38%
预收账款	1.49	1.70	-12.44%	1.61	1.70	-5.01%
合同负债	1,013.27	1,196.18	-15.29%	1,053.75	1,196.18	-11.91%
非流动负债						
长期借款	815.33	433.60	88.04%	691.36	433.60	59.44%
三、股东权益	6,961.09	6,078.31	14.52%	6,751.66	6,078.31	11.08%
权益乘数	1.93	1.95	-0.02	1.94	1.95	-0.02
净资产收益率	1.60%	8.76%	-7.16%	7.10%	8.76%	-1.66%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 现金流量表简析: 经营现金流有所恶化, 回款压力较大

分析现金流量表中主要科目, 2023Q1 经营现金流为负, 但同比增长 44.76%。2023Q1 环比 2022Q4 减少 129.81%, 2022 年全年同比减少 36.96%, 现金流呈现恶化趋势。

我们认为, 造成经营活动现金流紧张的主要原因: 1) 行业整体应收账款与票据快速增长; 2) 2021 年作为基数年, 相关企业收到大额预付款, 基数较高。

表 3 军工板块现金流量表

科目 (单位: 亿元)	2023Q1	2022Q1	同比	环比	2022	2021	同比
经营活动产生的现金流量净额	-188.10	-340.54	44.76%	-129.81%	372.72	591.20	-36.96%
投资活动产生的现金流量净额	-160.20	-271.03	40.89%	-17.08%	-592.22	-667.82	11.32%
筹资活动产生的现金流量净额	108.53	188.67	-42.47%	17.83%	450.43	521.15	-13.57%
企业自由现金流	-216.20	-245.75	12.02%	-299.23%	-352.61	-280.16	-25.86%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、子行业受产业环境影响较大, 表现有所分化

提示: 1、研究样本选取情况。我们将军工板块按两种分类方式, 首先按照**产业链上中下游分类**: 分为下游军工总装厂、中游军工信息化和机加工板块、上游军工新材料和军工元器件共 5 个子板块 (详见附件);

其次, 按照所在**景气赛道分类**: 航空航发产业链、导弹产业链、无人机产业链、雷达&电子对抗板块、卫星互联网&北斗板块、新域新质&国产化受益标的、国企改革预期标的。

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

3、不考虑关联交易, 通过整体法对子板块进行分析。

(一) 前瞻分析: 存货和合同负债

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

产业链上下游分析

从上下游分析看, 2022 年军工上中下游的**存货**相比 2021 均实现一定增长, 其中上游元器件和新材料增长较快, 分别较 2021 年大增 20.4%和 23.7%, 行业主动补库意愿较强。环比来看, 产业链各环节 23Q1 相比 22 年末变动幅度较小, 仅军工总装厂存货环比增速超过两位数, 元器件甚至出现环比微降。

表 4 军工上下游存货和合同负债情况 (亿元)

	存货					合同负债				
	2023Q1	2022	2021	23Q1 环比	Y22 同比	2023Q1	2022	2021	23Q1 环比	Y22 同比
军工总装厂	1363.3	1230.8	1150.7	10.8%	7.0%	1326.8	1351.5	1447.8	-1.8%	-6.6%
军工信息化	711.7	686.9	602.9	3.6%	13.9%	87.9	101.3	129.6	-13.2%	-21.9%
机加工板块	69.8	67.5	61.0	3.4%	10.6%	12.4	10.3	12.5	20.6%	-17.9%
军工新材料	168.8	157.8	127.5	7.0%	23.7%	13.7	16.4	20.0	-16.4%	-18.4%
军工元器件	144.1	144.7	120.1	-0.4%	20.4%	8.4	13.1	23.1	-35.9%	-43.2%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

合同负债方面, 全行业 2022 年同比皆有所下降, 其中下游总装厂变动较小, 上游元器件端大幅下降 43.2%, 其中中国博电子合同负债大幅骤降 5.8 亿元, 对上游元器件整体统计数据影响较大, 若暂时剔除, **元器件 2022 年合同负债同比减少 24.4%**, 与行业平均水平相符。我们认为全行业合同负债的下滑与存量订单消耗和新增订单不足有关。

2023Q1 合同负债环比持续下降。主机厂基本环比持平, 其中中直股份、航发动力和航天彩虹合同负债增幅较大, 分别增长 19.6%、22.4%和 40.8%。中游机加合同负债环比提高 20.6%, 主因 st 新研合同负债增长 2.2 亿元, 占机加板块近 20%, 若暂时剔除, **机加 23Q1 合同负债环比-0.9%**。

表 5 军工下游总装厂合同负债情况 (亿元)

		2023Q1	2022	2021	23Q1 环比	Y22 同比
000768.SZ	中航西飞	192.38	228.62	65.86	-15.9%	247.1%
600038.SH	中直股份	13.79	11.53	23.38	19.6%	-50.7%
600760.SH	中航沈飞	184.72	221.09	365.35	-16.5%	-39.5%
600967.SH	内蒙一机	43.95	54.03	120.06	-18.7%	-55.0%
600685.SH	中船防务	125.89	119.80	93.49	5.1%	28.1%
600118.SH	中国卫星	9.85	10.87	10.53	-9.4%	3.2%
002389.SZ	航天彩虹	0.14	0.10	0.10	40.8%	-6.8%
600893.SH	航发动力	190.18	155.42	217.52	22.4%	-28.5%
600316.SH	洪都航空	55.18	55.21	68.48	0.0%	-19.4%
600150.SH	中国船舶	510.68	494.81	482.97	3.2%	2.5%
合计		1,326.76	1,351.49	1,447.75	-1.8%	-6.6%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

细分赛道分析

从细分赛道来看, 2023Q1 除导弹产业链**存货**环比微降外, 各板块皆有一定幅度提升, 我们认为有两方面因素共同影响: 1) 板块企业对未来订单情况的信心, 并因此适当储备原材料; 2) 因 2022 年受外部环境冲击, 部分订单尚未交付。**合同负债** 2023Q1 多板块持续走弱, 新域新质领域因紫光国微单体大幅增长而环比提升较快, 剔除紫光国微后增长 16.9%, 表现最优。

表 6 军工细分赛道存货和合同负债情况 (亿元)

	存货					合同负债				
	2023Q1	2022	2021	23Q1 环比	Y22 同比	2023Q1	2022	2021	23Q1 环比	Y22 同比
新城新质&国产化受益标的	72.3	64.7	45.3	11.7%	43.0%	14.6	10.2	9.5	44.1%	7.5%
航空/航发产业链	729.8	663.2	535.3	10.0%	23.9%	457.4	460.8	690.4	-0.7%	-33.3%
导弹产业链	158.2	159.0	138.1	-0.5%	15.2%	14.1	18.7	23.4	-24.7%	-20.1%
国企改革	466.6	423.6	415.4	10.1%	2.0%	214.9	249.2	102.0	-13.7%	144.3%
雷达/电子对抗	60.6	53.9	42.6	12.4%	26.4%	7.8	8.6	11.5	-9.5%	-24.9%
无人机	217.2	213.5	160.8	1.7%	32.8%	28.4	34.8	31.1	-18.5%	12.0%
卫星互联网和北斗板块	40.3	36.4	34.8	10.9%	4.4%	5.5	5.8	11.3	-5.1%	-49.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 滞后分析: 收入和利润端

产业链上下游分析

从收入端来看, 2022 年产业链收入均实现正增长, 上游军工元器件、军工新材料和中游机加板块表现居前, 收入增长分别为 16.9%、24.0%和 31.6%。从利润端来看, 军工元器件、军工新材料、机加板块表现居前, 归母净利分别增长 24.0%、25.2%和 60.2%。上游总装厂、中游机加板块利润增长远超营收增长, 行业规模效应显现, 企业提质增效效果明显, 盈利能力持续向好。

此外, 中游军工信息化领域利润呈现同比下行状态, 我们认为主要原因是相关企业受外部环境冲击和产业链上下游双重压制, 其中**外部冲击**: 1) 疫情影响企业开工生产; 2) 部分公司生产活动受到高温限电影响。**产业链影响**: 1) 上游原材料价格上涨; 2) 军品增值税取消导致中游企业冲击最大; 3) 产品价格下降压力。

单季来看, 23Q1 元器件和机加工延续高增速, 总装厂利润增速表现亮眼。机加工领域持续增长强劲势头, Q1 营收和归母净利分别增长 22.0%和 28.7%, 规模效应积聚, 增收更增利; 新材料和元器件板块营收增速分别为 16.7%和 16.2%, 归母净利分别增长 7.0%和 10.6%, 或与上游产品价格承压以及产品结构变化有关; 信息化板块收入增长较 22 年有所提速, 但利润端依然影响未消, 营收和利润增速分别为 8.5%和-6.7%。此外, 板块下游总装厂持续提质增效, 在收入基本持平情况下, 利润端快速增长 17.9%, 表现亮眼。

表 7 产业链收入和利润情况 (亿元)

	23Q1 收入	22Q1 收入	YoY	23Q1 利润	22Q1 利润	YoY	2022 收入	2021 收入	YoY	2022 利润	2021 利润	YoY
军工总装厂	420.1	422.3	-0.5%	12.7	10.8	17.9%	2418.8	2251.0	7.5%	69.0	61.0	13.1%
军工信息化	296.0	272.9	8.5%	31.2	33.4	-6.7%	1340.4	1283.2	4.5%	119.8	154.8	-22.6%
机加工板块	46.8	38.4	22.0%	7.5	5.8	28.7%	199.8	151.8	31.6%	29.9	18.7	60.2%
军工新材料	109.6	93.9	16.7%	15.9	14.9	7.0%	417.6	336.8	24.0%	64.0	51.1	25.2%
军工元器件	122.5	105.4	16.2%	26.1	23.6	10.6%	446.2	381.7	16.9%	94.4	76.1	24.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

细分赛道分析：板块的分化较为明显。

表 8 赛道收入和利润情况（亿元）

	23Q1 收入	22Q1 收入	YoY	23Q1 利润	22Q1 利润	YoY	2022 收入	2021 收入	YoY	2022 利润	2021 利润	YoY
新域新质&国产化 受益标的	46.1	40.2	14.8%	15.15	12.87	17.8%	185.6	146.9	26.4%	60.3	43.0	40.3%
航空/航发产业链	315.8	281.1	12.3%	32.62	28.62	14.0%	1491.7	1276.5	16.9%	133.6	108.1	23.6%
导弹产业链	119.3	108.0	10.5%	21.34	22.77	-6.3%	450.5	423.2	6.5%	81.5	79.6	2.4%
国企改革对业绩增 长改善标的	116.4	95.4	22.0%	2.75	1.87	46.7%	611.7	579.4	5.6%	16.9	22.5	-25.2%
雷达/电子对抗	20.7	18.6	11.1%	2.91	2.30	26.5%	104.9	92.1	13.9%	-14.6	-1.8	-707.4%
无人机	55.8	53.8	3.8%	2.65	3.37	-21.5%	249.6	222.8	12.0%	13.9	11.8	17.9%
卫星互联网和北斗 板块	22.3	18.2	22.6%	0.71	1.03	-31.3%	111.6	107.7	3.7%	11.7	12.3	-5.4%

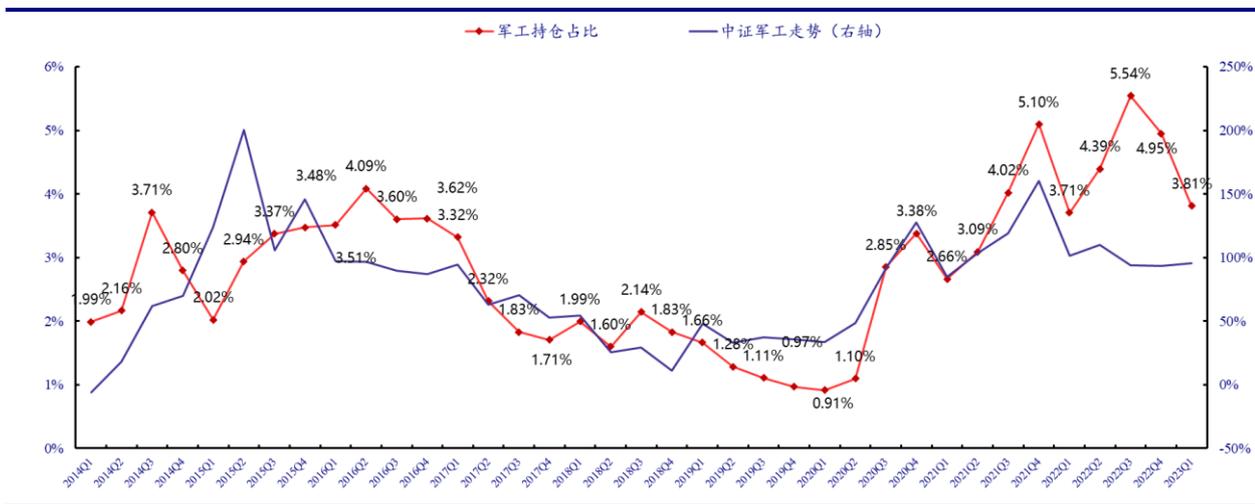
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、23Q1 基金持仓占比回落，军工板块延续超配态势

（一）2023Q1 基金军工持仓占比持续回落

继 2022Q3 公募基金持仓比例升至历史性的 5.54%，之后便一路下行，2023Q1 基金持仓占比为 3.81%，同比增长 0.10pct，环比骤降 1.14pct。

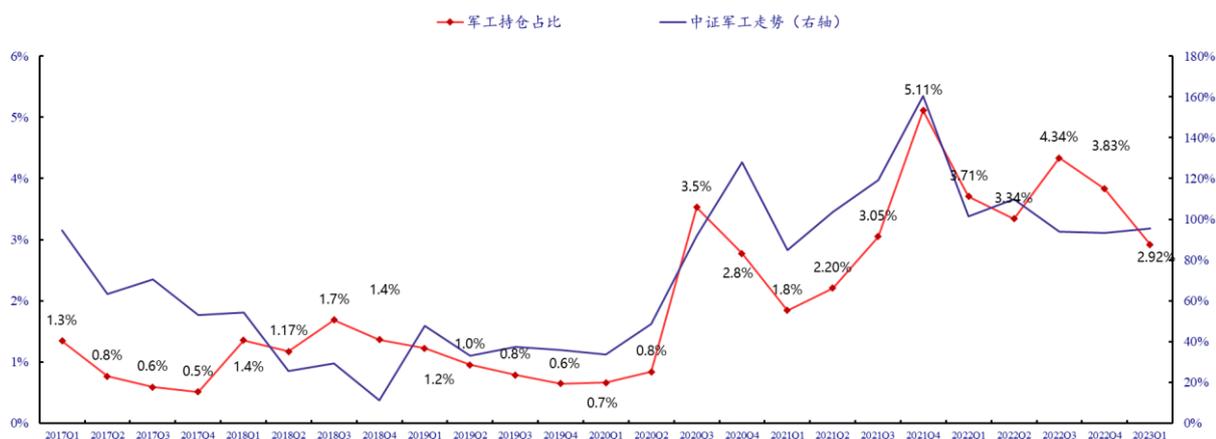
图 2 基金军工持仓占比与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

剔除军工主题基金后，2023Q1 基金持仓占比 2.92%，同比下降 0.79pct，环比下降 0.91pct，军工板块整体风险收益比上升。

图3 基金军工持仓占比与军工指数走势对比（剔除军工主题基金）



资料来源：中国银河证券研究院整理

展望未来，我们认为军工产业下游需求的计划性强且依然强劲，随着国内疫情冲击消除，叠加行业产能扩张持续推进，军工板块业绩快速增长可期，中长期投资价值凸显。

（二）基金军工持仓集中度快速下降

2023Q1 持仓集中度 49.06%，环比大幅下降 12.24pct。从指数走势相关性来看，2014Q1 至 2023Q1 基金军工持仓集中度指标与军工指数走势指标的相关系数为-0.62，呈负相关关系。

图4 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

剔除军工主题基金后，基金持仓集中度 48.20%，环比下降 11.79pct。

图5 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比（剔除军工基金）



资料来源：中国银河证券研究院整理

根据公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从 2023Q1 表现来看，持股市值排名前二十的公司中包括 10 家军工集团央企、1 家地方军工国企以及 9 家民营企业，市值占比分别为 51.97%、9.41%、和 38.62%，环比分别上升-4.59pct、-1.23pct 和-3.36pct。

从细分赛道上来看，以紫光国微、振华科技、中航光电为代表的军工元器件领域，以中航高科、光威复材和西部超导为代表的军用新材料领域以及以中航沈飞、航发动力为代表的航空主机领域，因其较高的行业景气度，受到机构投资者的青睐。

表9 前二十大军工持股股票持股变化情况（持股市值以 2023.3.31 日计算）

序号	名称	持股总市值 (亿元)	持股市值环比	持股数量环比
1	振华科技	79.64	-30.92%	-12.38%
2	紫光国微	65.06	-66.03%	-59.70%
3	中航光电	51.71	-47.27%	-43.68%
4	中国船舶	40.89	14.53%	9.05%
5	中航沈飞	38.57	-32.18%	-26.14%
6	中航重机	36.17	-53.99%	-41.70%
7	振芯科技	33.25	353.93%	278.40%
8	中航高科	29.84	12.75%	12.85%
9	西部超导	27.75	-49.79%	-41.69%
10	睿创微纳	26.40	122.80%	69.44%
11	航天电器	23.20	-13.06%	0.19%
12	图南股份	22.39	9.21%	12.09%
13	抚顺特钢	20.97	-47.52%	-37.68%
14	应流股份	19.61	-9.44%	-3.26%
15	三角防务	17.39	-20.11%	-11.49%
16	火炬电子	16.95	1.49%	0.63%
17	航发动力	16.67	-16.59%	-18.27%
18	中航电子	16.47	253.95%	222.64%

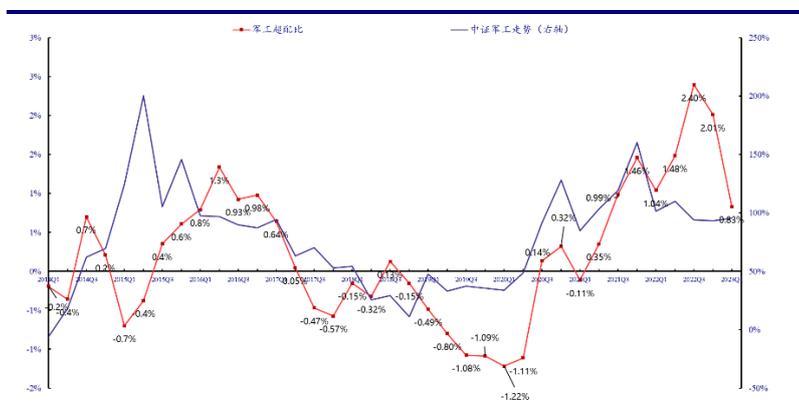
19	钢研高纳	16.31	-44.59%	-32.52%
20	鸿远电子	15.29	-41.20%	-22.71%

资料来源：中国银河证券研究部整理

（三）军工板块依然处于超配状态，但逐步向标配回归

从指数走势相关性来看，2014Q1 至 2023Q1 的基金军工超配比例指标与军工指数走势指标的相关系数为 0.45，呈正相关关系。2020Q4 的板块超配比例创 6 年以来新低，之后便拾级而上。2022 年该比例逐季走高，22Q4 从 Q3 的历史高点 2.40% 回落至 2.01%，随后在 2023Q1 继续下行至 0.83%，仍处于超配状态，但趋于回归标配新常态。

图 6 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比



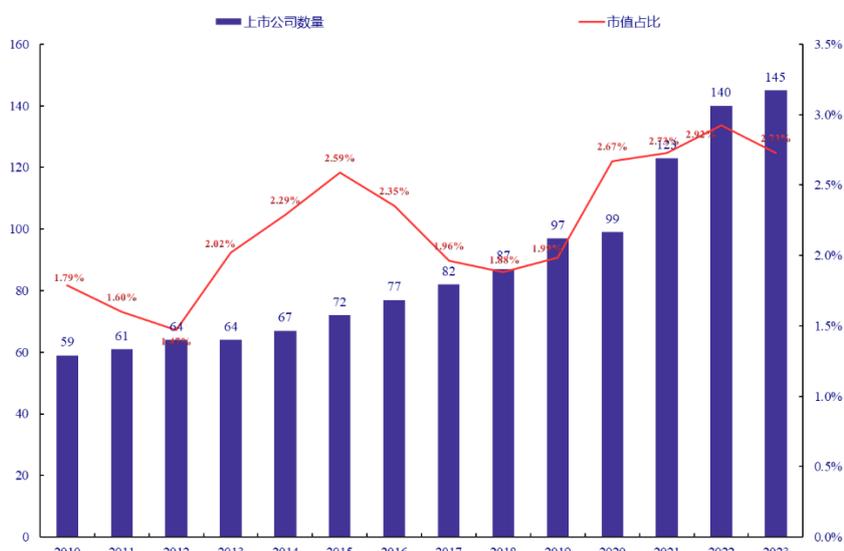
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、军工板块整体估值提升空间较大

（一）当前共 147 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.73%

在上市公司数量方面，截至 2023 年 5 月 9 日，中国 A 股共有上市公司 5176 家，其中军工行业上市公司 147 家，占比 2.82%。市值方面，截至 2023 年 5 月 9 日，A 股总市值 85.20 万亿，军工行业上市公司总市值 2.32 万亿，占比 2.73%。截至到 2023 年 5 月 9 日，市值排名前五位的上市公司分别是中航沈飞、航发动力、中航光电、紫光国微、中航西飞。

图7 军工行业上市公司数量与A股市值占比情况



来源：WIND，中国银河证券研究院整理

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场，通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析，我们得到军工行业的贝塔系数 (β) 约为 1.0453，说明军工行业相对于市场波动性略强。

(二) 军工板块估值低于中枢，估值分位数仅 29.8%

1、纵向看，当前军工板块估值水平低于估值中枢

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

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

次II周期阶段，随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动，主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗，资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大，直到 2015 年年中达到峰值。与此同时，外延并购模式的高增长同样得到市场追捧，商誉风险也开始加速累积。自 2015 年 6 月以来，市场渐渐回归理性，资产注入和外延并购预期对板块估值水平的边际影响减弱。

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

截至 2023 年 5 月 9 日，军工板块整体估值 (TTM) 约为 49.94x，低于估值中枢 57x。

图8 军工板块估值PE (TTM) 走势情况

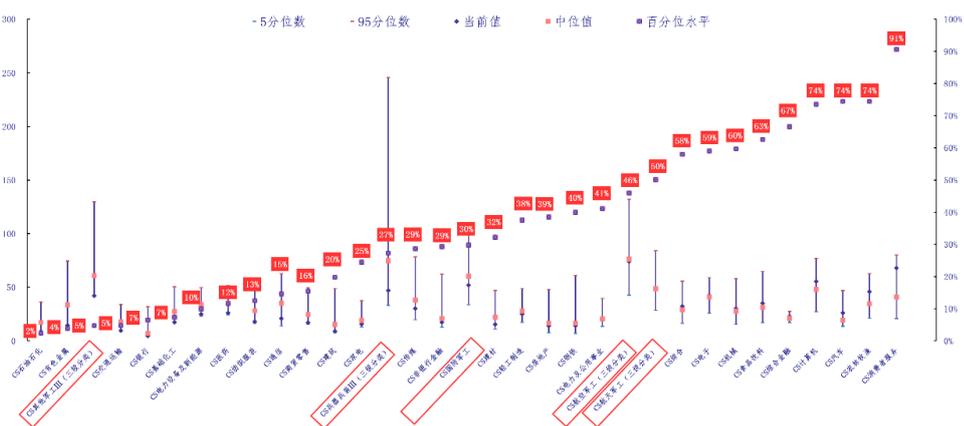


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、横向看，板块估值分位数约为 29.8%，提升空间较大

从横向对比来看，参照中信一级行业分类，截至 2023 年 5 月 9 日，估值前三位为消费者服务 (68.0 倍)、计算机 (55.3 倍)、国防军工 (51.9 倍)，估值后三位的分别为银行 (4.6 倍)、煤炭 (6.7 倍)、石油石化 (8.7 倍)。对比各行业历史均值水平，消费者服务、计算机、汽车等行业估值明显高于历史均值，而交通运输、煤炭等行业则明显低于历史均值。相较于其它科技类板块，军工行业的估值水平虽然相对较高，但估值分位数仅为 29.8%，空间较大。

图9 中信各行业 PE 估值分位数情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理 注: 百分位水平为右轴

五、投资建议：财报季靴子落地，板块预期将迎边际改善

短期看，首先，行业订单不明朗、重点型号降价、Q1 业绩偏弱等估值压制因素基本 price in；其次，五年装备采购中期调整 Q2 或将逐步落地，订单随之可见，板块预期将迎边

际改善；再次，行业复工复产叠加招投标有序重启，Q2 订单落地将推动板块业绩快速回升；最后，军工板块估值分位数 29.8%，提升空间依然较大。

中期看，23 年作为“十四五”承前启后的一年，军工板块预期分化明显，无人机、远程火箭弹、战略弹、北斗三、网络安全和陆军等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升。

此外，我国正探索中国特色估值体系，单就估值本身看，军工央企板块并不低。但是从价值发现维度，军工央企仍有较大提升空间。首先，国资委将中央企业经营指标体系从“两利四率”优化为“一利五率”，要求央企提质增效、加强研发，军工央企经营质量将稳步提升；其次，军工央企资产证券化率整体偏低，通过优质资产注入/分拆，加快产业链整合及上市等形式实现价值重估。基于此，“大院所、小平台”类军工央企上市公司将受益。

长期看，地缘政治格局已然发生巨变，北约和周边强国大幅扩充军备，为应对各种不确定性，完成 2027 年百年奋斗目标，国防投入有望持续快速增长，装备采购的高增速将成为新常态，“百年变局”势必将加速我军的现代化进程。

2023 年“轻赛道，重个股”，建议“五维度”配置：

1) 新域新质，包括无人装备核心供应商中无人机（688297.SH）、航天彩虹（002389.SZ）、航天电子（600879.SH）、晶品特装（688084.SH），远火供应商北方导航（600435.SH）、理工导航（688282.SH）、雷达/通信/电子对抗核心供应商盟升电子（688311.SH）、国博电子（688375.SH），军工信息安全供应商邦彦技术（688132.SH），军工检测提供商思科瑞（688053.SH）；

2) 航空/航发产业链，包括航发动力（600893.SH）、中航西飞（000768.SZ）、西部超导（688122.SH）、中航光电（002179.SZ）、宝钛股份（600456.SH）和全信股份（300447.SZ）；

3) 导弹/卫星/北斗三产业链，包括菲利华（300395.SH）、航天晨光（600501.SH）、新雷能（300593.SZ）、海格通信（002465.SZ）；

4) 国产化提升受益标的，包括紫光国微（002049.SZ）和振华风光（688439.SH）；

5) 中特估/国企改革受益标的，包括中航电子（600372.SH）、中航电测（300114.SZ）、七一二（603712.SH）、航天发展（000547.SZ）、天奥电子（002935.SZ）和国睿科技（600562.SH）等。

六、风险提示

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

七、附录

表 10 重点公司估值

证券代码	证券简称	最新 股价	PE				归母净利润				YOY (归母净利润)				两年 复合增 速	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
603267.SH	鸿远电子	68.0	19.6	16.6	13.9	11.7	8.05	9.5	11.4	13.5	-2.7	18.1	20.0	18.4	19.0	1.03
000733.SZ	振华科技	88.7	19.4	15.6	12.8	11.0	23.82	29.5	36.0	42.0	59.8	23.8	22.0	16.7	22.9	0.84
300726.SZ	宏达电子	39.9	19.3	16.4	13.7	11.5	8.52	10.0	12.0	14.3	4.4	17.4	20.0	19.2	18.7	1.03
600456.SH	宝钛股份	32.9	28.2	22.4	18.5	15.7	5.57	7.0	8.5	10.0	-0.6	25.6	21.4	17.6	23.5	1.20
300699.SZ	光威复材	50.7	28.1	22.9	18.5	15.9	9.34	11.5	14.2	16.5	23.2	23.1	23.5	16.2	23.3	1.21
600765.SH	中航重机	25.9	31.8	23.9	19.1	15.9	12.02	16.0	20.0	24.0	34.9	33.1	25.0	20.0	29.0	1.10
300447.SZ	全信股份	16.4	27.0	19.7	16.0	13.1	1.89	2.6	3.2	3.9	15.8	37.4	23.1	21.9	30.0	0.90
300593.SZ	新雷能	28.3	41.5	30.4	23.3	37.8	2.83	3.9	5.0	3.1	3.3	36.2	30.4	-38.2	33.3	1.25
002049.SZ	紫光国微	101.2	32.7	25.1	19.6	15.6	26.32	34.3	43.9	55.0	34.7	30.3	28.0	25.3	29.2	1.12
002446.SZ	盛路通信	8.9	33.4	23.9	18.5	15.3	2.44	3.4	4.4	5.3	-214.9	39.5	29.4	20.5	34.4	0.97
002179.SZ	中航光电	56.0	33.6	26.7	21.2	16.9	27.17	34.2	43.0	54.0	36.5	25.9	25.7	25.6	25.8	1.30
002985.SZ	北摩高科	42.3	44.7	31.9	24.4	20.1	3.14	4.4	5.8	7.0	-25.7	40.2	30.7	21.7	35.3	1.27
688636.SH	智明达	81.1	54.4	26.4	19.2	16.7	0.75	1.6	2.1	2.5	-32.4	105.6	37.4	15.0	68.1	0.80
688122.SH	西部超导	76.5	32.9	26.1	20.3	17.1	10.80	13.6	17.5	20.7	45.7	25.9	28.7	18.3	27.3	1.20
603712.SH	七一二	31.4	31.3	28.5	21.0	16.3	7.75	8.5	11.6	14.8	12.6	9.9	35.8	28.3	22.2	1.41
688311.SH	盟升电子	66.4	293.9	28.8	21.8	17.0	0.26	2.7	3.5	4.5	-80.7	919.7	32.1	28.6	267.0	1.10
301050.SZ	雷电微力	69.2	43.5	30.9	22.7	18.3	2.77	3.9	5.3	6.6	37.6	40.7	35.9	24.5	38.3	1.14
300034.SZ	钢研高纳	36.3	52.4	38.3	28.9	22.3	3.37	4.6	6.1	7.9	10.5	36.7	32.6	29.5	34.6	1.51
300777.SZ	中简科技	50.6	37.4	31.8	25.0	21.6	5.96	7.0	8.9	10.3	195.9	17.5	27.1	15.7	22.3	1.68
688132.SH	邦彦技术	24.8	91.9	36.0	18.2	13.4	0.41	1.1	2.1	2.8	-48.1	155.4	98.1	35.6	124.9	0.74
300395.SZ	菲利华	46.3	48.9	35.2	26.3	21.2	4.89	6.8	9.1	11.3	32.0	39.1	33.8	24.2	36.5	1.34
002025.SZ	航天电器	65.5	53.3	38.5	29.9	23.6	5.55	7.7	9.9	12.6	14.0	38.6	28.6	26.8	33.5	1.59
000738.SZ	航发控制	23.8	45.5	36.0	28.7	23.2	6.88	8.7	10.9	13.5	41.2	26.4	25.3	23.9	25.8	1.76
688053.SH	思科瑞	51.8	53.2	32.8	20.7	14.4	0.97	1.6	2.5	3.6	0.4	62.2	58.2	44.0	60.2	0.88
600760.SH	中航沈飞	56.0	47.8	38.7	30.6	25.1	23.05	28.5	36.0	44.0	35.9	23.6	26.3	22.2	25.0	1.92
688295.SH	中复神鹰	37.4	55.6	36.6	27.4	24.0	6.05	9.2	12.3	14.0	117.1	52.0	33.7	13.8	42.6	1.31
600038.SH	中直股份	41.5	63.1	40.7	32.1	27.1	3.87	6.0	7.6	9.0	-57.6	55.0	26.7	18.4	40.1	1.57
300855.SZ	图南股份	46.9	55.6	41.9	31.5	24.4	2.55	3.4	4.5	5.8	40.5	32.7	33.1	28.9	32.9	1.69
688282.SH	理工导航	69.0	108.8	50.6	30.4	20.2	0.56	1.2	2.0	3.0	-23.6	115.0	66.7	50.0	89.3	1.22
002414.SZ	高德红外	11.0	71.9	55.5	45.1	37.2	5.02	6.5	8.0	9.7	-54.8	29.5	23.1	21.3	26.2	2.74
688439.SH	振华风光	110.4	72.9	45.3	33.7	26.1	3.03	4.9	6.6	8.5	71.3	61.0	34.4	29.1	47.1	1.55
688070.SH	纵横股份	42.2	-141.2	52.8	28.5	19.5	-0.26	0.7	1.3	1.9	14.2	-367.2	85.7	46.2	#NUM!	#NUM!
002389.SZ	航天彩虹	20.4	66.2	47.2	35.0	27.1	3.07	4.3	5.8	7.5	34.8	40.2	34.9	29.3	37.5	1.76
000547.SZ	航天发展	9.7	446.6	51.6	38.7	31.0	0.35	3.0	4.0	5.0	-94.6	765.1	33.3	25.0	239.6	1.86
002625.SZ	光启技术	17.4	99.5	59.5	43.6	34.7	3.77	6.3	8.6	10.8	38.8	67.3	36.5	25.6	51.1	1.95
600893.SH	航发动力	42.2	88.6	71.1	58.2	48.9	12.68	15.8	19.3	23.0	6.7	24.6	22.2	19.2	23.4	3.79
000768.SZ	中航西飞	25.3	134.5	78.2	58.6	45.4	5.23	9.0	12.0	15.5	-19.8	72.0	33.3	29.2	51.4	2.62

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

表 11 军工版块样本明细

代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
000733.SZ	振华科技	002149.SZ	西部材料	688685.SH	迈信林
002179.SZ	中航光电	600435.SH	北方导航	688682.SH	霍莱沃
002049.SZ	紫光国微	688239.SH	航宇科技	600316.SH	洪都航空
600760.SH	中航沈飞	603859.SH	能科科技	300227.SZ	光韵达
300777.SZ	中简科技	300726.SZ	宏达电子	688237.SH	超卓航科
688122.SH	西部超导	002338.SZ	奥普光电	000561.SZ	烽火电子
600118.SH	中国卫星	300034.SZ	钢研高纳	600590.SH	泰豪科技
000519.SZ	中兵红箭	688283.SH	坤恒顺维	688084.SH	晶品特装
688295.SH	中复神鹰	003031.SZ	中瓷电子	688010.SH	福光股份
600765.SH	中航重机	002669.SZ	康达新材	603267.SH	鸿远电子
300600.SZ	国瑞科技	300447.SZ	全信股份	300971.SZ	博亚精工
600343.SH	航天动力	600391.SH	航发科技	688011.SH	新光光电
300775.SZ	三角防务	688231.SH	隆达股份	001270.SZ	铖昌科技
000738.SZ	航发控制	600562.SH	国睿科技	600523.SH	贵航股份
605123.SH	派克新材	003009.SZ	中天火箭	301117.SZ	佳缘科技
300699.SZ	光威复材	002651.SZ	利君股份	300965.SZ	恒宇信通
600416.SH	湘电股份	301302.SZ	华如科技	688636.SH	智明达
600862.SH	中航高科	688287.SH	观典防务	688132.SH	邦彦技术
603308.SH	应流股份	002465.SZ	海格通信	002977.SZ	火箭科技
688375.SH	国博电子	688586.SH	江航装备	300696.SZ	爱乐达
300101.SZ	振芯科技	688539.SH	高华科技	300875.SZ	捷强装备
688333.SH	铂力特	688522.SH	纳睿雷达	002933.SZ	新兴装备
300900.SZ	广联航空	300593.SZ	新雷能	601606.SH	长城军工
688281.SH	华泰科技	300581.SZ	晨曦航空	002151.SZ	北斗星通
000576.SZ	甘化科工	688270.SH	臻镭科技	002361.SZ	神剑股份
603712.SH	七一二	600184.SH	光电股份	300527.SZ	中船应急
600877.SH	声光电科	002297.SZ	博云新材	688511.SH	天微电子
002683.SZ	广东宏大	300722.SZ	新余国科	688186.SH	广大特材
600893.SH	航发动力	300516.SZ	久之洋	300397.SZ	天和防务
002389.SZ	航天彩虹	300307.SZ	慈星股份	300099.SZ	精准信息
600967.SH	内蒙一机	300424.SZ	航新科技	300342.SZ	天银机电
301050.SZ	雷电微力	300810.SZ	中科海讯	002985.SZ	北摩高科
688297.SH	中无人机	688776.SH	国光电气	688311.SH	盟升电子
300855.SZ	国南股份	688053.SH	思科瑞	300114.SZ	中航电测
600372.SH	中航电子	300123.SZ	亚光科技	600990.SH	四创电子
002544.SZ	普天科技	600456.SH	宝钛股份	300489.SZ	光智科技
002025.SZ	航天电器	688070.SH	纵横股份	000768.SZ	中航西飞
600879.SH	航天电子	300474.SZ	景嘉微	688002.SH	睿创微纳
002829.SZ	星网宇达	688510.SH	航亚科技	300762.SZ	上海瀚讯
000801.SZ	四川九洲	002935.SZ	天奥电子	300747.SZ	锐科激光
000519.SZ	中兵红箭	603678.SH	火炬电子	002171.SZ	楚江新材
688295.SH	中复神鹰	600151.SH	航天机电	000066.SZ	中国长城
600765.SH	中航重机	000697.SZ	炼石航空	000818.SZ	航锦科技
300600.SZ	国瑞科技	688151.SH	华强科技	600038.SH	中直股份
600343.SH	航天动力	600764.SH	中国海防	600399.SH	抚顺特钢
300775.SZ	三角防务	603131.SH	上海沪工	002414.SZ	高德红外
000738.SZ	航发控制	600482.SH	中国动力	000547.SZ	航天发展
300065.SZ	海兰信	002520.SZ	日发精机	688439.SH	振华风光
002013.SZ	中航机电	002446.SZ	盛路通信	300053.SZ	欧比特
605123.SH	派克新材	002214.SZ	大立科技	002413.SZ	雷科防务
300699.SZ	光威复材	688788.SH	科思科技		

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 12 细分版块样本明细

代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
新城新质&国产化受益标的		雷达/通信/电子对抗		600862.SH	中航高科	002933.SZ	新兴装备
300447.SZ	全信股份	688270.SH	臻镭科技	600399.SH	抚顺特钢	603712.SH	七一二
688132.SH	邦彦技术	688522.SH	纳睿雷达	688295.SH	中复神鹰	300762.SZ	上海瀚讯
688053.SH	思科瑞	001270.SZ	铖昌科技	002297.SZ	博云新材	688011.SH	新光光电
688776.SH	国光电气	002413.SZ	雷科防务	002669.SZ	康达新材	688002.SH	睿创微纳
688283.SH	坤恒顺维	300065.SZ	海兰信	688281.SH	华泰科技	603267.SH	鸿远电子
301302.SZ	华如科技	300123.SZ	亚光科技	军工元器件		300053.SZ	欧比特
000733.SZ	振华科技	688311.SH	盟升电子	603678.SH	火炬电子	300447.SZ	全信股份
002049.SZ	紫光国微	688375.SH	国博电子	300726.SZ	宏达电子	688788.SH	科思科技
688439.SH	振华风光	300101.SZ	振芯科技	603267.SH	鸿远电子	688311.SH	盟升电子
航空/航发产业链		301050.SZ	雷电微力	000733.SZ	振华科技	688682.SH	霍莱沃
688122.SH	西部超导	无人机		002179.SZ	中航光电	300810.SZ	中科海讯
600391.SH	航发科技	002389.SZ	航天彩虹	002025.SZ	航天电器	688081.SH	兴图新科
688295.SH	中复神鹰	688297.SH	中无人机	003031.SZ	中瓷电子	300593.SZ	新雷能
300777.SZ	中简科技	688084.SH	晶品特装	688375.SH	国博电子	300123.SZ	亚光科技
600765.SH	中航重机	688287.SH	观典防务	001270.SZ	铖昌科技	603859.SH	能科科技
300775.SZ	三角防务	688070.SH	纵横股份	688270.SH	臻镭科技	688132.SH	邦彦技术
000738.SZ	航发控制	600879.SH	航天电子	688439.SH	振华风光	688522.SH	纳睿雷达
605123.SH	派克新材	卫星互联网和北斗板块		002935.SZ	天奥电子	688539.SH	高华科技
300699.SZ	光威复材	002465.SZ	海格通信	军工信息化			
600862.SH	中航高科	002151.SZ	北斗星通	600372.SH	中航电子		
603308.SH	应流股份	002935.SZ	天奥电子	300114.SZ	中航电测		
600760.SH	中航沈飞	001270.SZ	铖昌科技	002179.SZ	中航光电		
688281.SH	华泰科技	688270.SH	臻镭科技	002025.SZ	航天电器		
600893.SH	航发动力	军工总装厂		600879.SH	航天电子		
300855.SZ	图南股份	000768.SZ	中航西飞	000547.SZ	航天发展		
300034.SZ	钢研高纳	600038.SH	中直股份	600990.SH	四创电子		
688231.SH	隆达股份	600760.SH	中航沈飞	600562.SH	国睿科技		
600456.SH	宝钛股份	600967.SH	内蒙一机	002544.SZ	普天科技		
600316.SH	洪都航空	600685.SH	中船防务	002935.SZ	天奥电子		
600399.SH	抚顺特钢	600118.SH	中国卫星	000733.SZ	振华科技		
002933.SZ	新兴装备	002389.SZ	航天彩虹	600764.SH	中国海防		
002985.SZ	北摩高科	600893.SH	航发动力	300527.SZ	中船应急		
300114.SZ	中航电测	600316.SH	洪都航空	600184.SH	光电股份		
导弹产业链		600150.SH	中国船舶	002338.SZ	奥普光电		
600435.SH	北方导航	机加工板块		002465.SZ	海格通信		
300593.SZ	新雷能	600765.SH	中航重机	000561.SZ	烽火电子		
688237.SH	超卓航科	605123.SH	派克新材	002214.SZ	大立科技		
688636.SH	智明达	002651.SZ	利君股份	002414.SZ	高德红外		
002446.SZ	盛路通信	300775.SZ	三角防务	002151.SZ	北斗星通		
002414.SZ	高德红外	300696.SZ	爱乐达	300101.SZ	振芯科技		
688002.SH	睿创微纳	300900.SZ	广联航空	002829.SZ	星网宇达		
300699.SZ	光威复材	688510.SH	航亚科技	300065.SZ	海兰信		
603678.SH	火炬电子	军工新材料		300474.SZ	景嘉微		
603267.SH	鸿远电子	600456.SH	宝钛股份	002413.SZ	雷科防务		
300726.SZ	宏达电子	002149.SZ	西部材料	603678.SH	火炬电子		
002025.SZ	航天电器	300034.SZ	钢研高纳	300456.SZ	赛微电子		
002179.SZ	中航光电	300699.SZ	光威复材	300342.SZ	天银机电		
国企改革对业绩增长改善		688122.SH	西部超导	300581.SZ	晨曦航空		
603712.SH	七一二	300855.SZ	图南股份	300099.SZ	精准信息		
000768.SZ	中航西飞	605123.SH	派克新材	300726.SZ	宏达电子		
600038.SH	中直股份	300777.SZ	中简科技	300424.SZ	航新科技		

资料来源：中国银河证券研究院整理

图目录

图 1 2019 年至今军工板块经营情况	4
图 2 基金军工持仓占比与军工指数走势对比	9
图 2 基金军工持仓占比与军工指数走势对比（剔除军工主题基金）	10
图 4 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比	10
图 5 基金军工持仓集中度变化与军工指数走势对比（剔除军工基金）	11
图 6 军工板块超配比例变化与军工指数走势对比	12
图 7 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况	13
图 8 军工板块估值 PE（TTM）走势情况	14
图 9 中信各行业 PE 估值分位数情况	14

表目录

表 1 军工板块利润表	2
表 2 军工板块资产负债表	5
表 3 军工板块现金流量表	6
表 4 军工上下游存货和合同负债情况（亿元）	7
表 5 军工下游总装厂合同负债情况（亿元）	7
表 6 军工细分赛道存货和合同负债情况（亿元）	8
表 7 产业链收入和利润情况（亿元）	8
表 8 赛道收入和利润情况（亿元）	9
表 14 前二十大军工持股股票持股变化情况（持股市值以 2023.3.31 日计算）	11
表 8 重点公司估值	16
表 10 军工版块样本明细	17
表 12 细分版块样本明细	18

分析师承诺及简介

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

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

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

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

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

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

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

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

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn