

行业研究

国防、军贸、民用，他们都有美好的未来

——国防军工行业 2023 年投资策略

要点

经历波动，行业估值再次处于阶段性低位：至 2022 年 11 月 29 日收盘，国防军工（SW）在 22 年下跌 21.73%，跑赢沪深 300 指数 0.37 个百分点。在 31 个 SW 一级行业中，国防军工（SW）2022 年涨幅排名第 24。2022 年前三季度，130 家核心业务涉及军工领域的上市公司实现营业收入同比增长 12.16%，归母净利润同比增长 6.79%。目前板块估值处于近 10 年的低位。板块内 22 年股价表现排名靠前的上市公司多归属于航空、信息化及电子等细分领域。

国际形势、装备更新升级、国产化替代是国防军工行业长期发展的核心逻辑：面对复杂的国际形势，中国必须建设同国际地位相称、同国家安全和利益相适应的国防和强大军队。“十四五”规划明确提出，要“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”。实施层面，中国需持续对武器装备进行补充、更新和升级，未来军工企业任务量较为饱满的生产状态有望持续。为了避免“卡脖子”情况发生在国防建设中，国内在高科技重点领域加快自主可控的进程刻不容缓。

持续增长的国防投入是国防军工行业持续发展的基础：俄乌冲突以来，部分国家从国防安全角度考虑，开始提升国防开支，如德国计划将国内生产总值的 2% 以上用于国防开支，而此前 20 年左右的时间里，德国国防费占 GDP 的比重始终低于 1.5%。与美国等军事大国相比，中国国防费仍处于较低水平。中国的国防支出不论是占国内生产总值（GDP）的比重、占国家财政支出的比重，还是国民人均国防费、军人人均国防费等都处于较低水平。我国 2022 年军费预算为 1.45 万亿元，同比增长 7.1%，持续增长的国防费为军工行业的持续发展提供了基础。

军贸扩空间，改革提效率：从我国歼 10 战斗机出口巴基斯坦、FK-3 防空导弹系统出口塞尔维亚等事例来看，国内军工企业面向国际军贸市场的产品正得到越来越多国家和地区的青睐，军贸正在为国内军工行业带来更为广阔的市场空间，有望持续为国内的军工企业带来增加收入、利润的空间及机遇。2022 年是国企改革三年行动的最后一年，通过市场化的考核、适当激励、资产重组等方式的改革，部分央企、国企军工上市公司的运营效率有望实现进一步提升。

投资建议：我们认为在国防建设、装备更新升级、国产化替代的牵引下，国防军工行业将继续保持高景气度，结合当前估值水平，维持行业“增持”评级。建议 2023 年沿军工信息化及电子、军工新材料、航空、舰船 4 条主线进行布局。军工电子及信息化主线，推荐振华科技、中航光电、国睿科技；军工新材料主线推荐中简科技、中航高科、光威复材；航空主线，推荐中航沈飞；舰船主线，推荐中国船舶、建议关注中国船舶租赁；同时推荐苏试试验、广东宏大等细分赛道领先标的。

风险分析：研发速度不及预期的风险；市场竞争导致营收及利润下降的风险；政策调整风险；主要原材料价格波动风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
600562.SH	国睿科技	17.67	0.42	0.52	0.61	42	34	29	买入
600760.SH	中航沈飞	64.71	0.86	1.12	1.37	75	58	47	增持
600150.SH	中国船舶	25.34	0.05	0.16	0.61	530	157	42	增持
002179.SZ	中航光电	58.46	1.25	1.65	2.08	47	35	28	买入
000733.SZ	振华科技	114.50	2.88	4.25	5.25	40	27	22	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29；

国防军工
增持（维持）

作者

分析师：刘宇辰

执业证书编号：S0930522090001

021-52523865

liuyuchen0@ebsecn.com

分析师：王凯

执业证书编号：S0930522070003

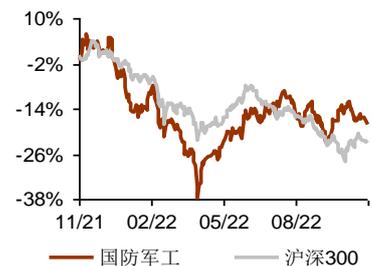
021-52523852

wangkai8@ebsecn.com

联系人：杨硕

yangshuo1@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

营收盈利双增长，关注细分赛道增速分化——
军工行业 2022 年三季度业绩综述（2022-11-06）

目 录

1、国防军工行业 2022 年行情回顾	5
2、以我国国防建设为核心的三个市场，推动行业持续高景气发展	9
2.1、国防建设是国防军工行业发展的核心驱动力.....	9
2.1.1、变幻的国际形势是国防军工行业持续发展的主要原因.....	9
2.1.2、装备更新升级是国防军工行业持续发展的内在动力.....	11
2.1.3、高技术产品自主可控是国防军工行业发展的必然要求.....	12
2.1.4、持续增长的国防投入是国防军工行业持续发展的基础.....	13
2.2、军贸市场：中国装备，走向世界.....	15
2.3、民用市场为军工企业带来更为广阔的市场空间.....	15
2.4、国企改革有望进一步提升军工央企国企运营效率.....	17
3、估值及投资建议	18
3.1、军工信息化及电子：装备现代化智能化发展的媒介.....	18
3.2、军工新材料：受益装备放量及国产化替代.....	20
3.3、航空：军机新型号持续放量，民机市场在恢复中成长.....	22
3.4、舰船：军舰建造由多转强，民船盈利持续提升.....	24
3.5、重点推荐公司.....	28
1) 振华科技 (000733.SZ).....	28
2) 中航光电 (002179.SZ).....	29
3) 宏达电子 (300726.SZ).....	30
4) 航天电器 (002025.SZ).....	31
5) 国睿科技 (600562.SH).....	32
6) 中航高科 (600862.SH).....	33
7) 光威复材 (300699.SZ).....	34
8) 中航沈飞 (600760.SH).....	35
9) 广东宏大 (002683.SZ).....	36
10) 中国船舶 (600150.SH).....	37
11) 苏试试验 (300416.SZ).....	38
4、风险分析	39

图目录

图 1: 2022 年国防军工板块经历了 2 轮下跌, 2 轮上涨.....	5
图 2: 2022 年国防军工行业涨幅在 SW 各行业中排第 24/31 名.....	5
图 3: 2022 前三季度国防军工行业营业收入同比增长 12.16%	6
图 4: 2022 前三季度国防军工行业归母净利润同比增长 6.79%	6
图 5: 2022 前三季度国防军工行业收入增速排 7/31 位	6
图 6: 2022 前三季度国防军工行业利润增速排 12/31 位	7
图 7: 2022 年国防军工 PE-TTM	7
图 8: 国防军工行业估值 (PE-TTM) 目前处于 2015 年以来低位	8
图 9: 德国 2001-2021 年国防费占 GDP 的比重始终低于 1.5%	9
图 10: 美海军最先进的驱逐舰“朱姆沃尔特”号驻扎西太平洋地区日本横须贺港	10
图 11: 美国固定翼舰载机在日本“出云”号航母上完成起降	10
图 12: 美官员窜访台湾后, 解放军在台湾周边的 6 个区域开展了军事演习	10
图 13: 演习中, 解放军运用了多种武器装备.....	10
图 14: 美国现役喷气式战斗机中, 四代、五代机数量占比达 96% (单位: 架)	11
图 15: 我国现役喷气式战斗机中, 二代、三代机数量占比达 55% (单位: 架)	11
图 16: 国内高温合金需求增长快, 但仍存在供需缺口	12
图 17: 历年国防费中的分项变化 (单位: 亿元)	13
图 18: 历年国防费中的分项比例及装备费的增长	13
图 19: 2022 年中国国防预算增长目标设定为 7.1%	14
图 20: 中央关于国防建设先后提出 4 个重要节点及对应目标	14
图 21: 中国生产歼 10CE 已开始在巴基斯坦空军服役	15
图 22: 塞尔维亚已开始使用中国生产 FK-3 防空导弹系统	15
图 23: 我国军民融合实现路径梳理	16
图 24: 国企改革纵深推进, 国企改革三年行动显成效	17
图 25: 国企改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图	17
图 26: 电子元器件行业位于电子信息产业链的中游.....	19
图 27: 军用电子产品市场规模“十四五”期间预期稳定增长	19
图 28: 全球航空航天领域历年碳纤维需求 (单位: 吨)	21
图 29: 随着机型发展, 碳纤维复合材料重量占比持续提升.....	21
图 30: 国内航空航天钛材销量持续上涨, 2021 年增速维持较高位置	21
图 31: F-35 已交付美军及其盟友客户 753 架	23
图 32: 美军舰载机 F-35 目前为全球唯一一型隐身舰载机	23
图 33: C919 型客机有多个分系统、零部件由国外厂商承担	24
图 34: 中国在各型主要作战舰船数量方面仍整体少于美国 (单位: 艘)	25
图 35: 2021 年中国造船新接订单量按载重吨计算中国占比达到 52%	26
图 37: 中国造船手持订单量全球占比近年来持续上升	26
图 37: 近年中国造船完工量平均占全球造船市场 40% 以上	26
图 38: 新造船价格指数于 2021 年开始显著提升	27

表目录

表 1：国防军工子行业年度股价表现靠前上市公司列表	8
表 2：近年美国对华在科技领域的限制动作	12
表 3：新时代中国国防费按用途划分	13
表 4：关于军民融合的政策文件	16
表 5：军用电子器件形成完备标准体系	19
表 6：现役主力军机存在不同批次、细分型号存在配置雷达不同的情况	20
表 7：军工电子及信息化部分相关公司及其主要业务、产品	20
表 8：军工新材料部分相关公司及其主要业务、产品	22
表 9：部分军工主机厂 2021、2022 年向关联方采购/销售预计及实际发生金额	23
表 10：航空产业链部分相关公司及其主要业务、产品	24
表 11：舰船产业链部分相关公司及其主要业务、产品	27
表 12：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	40

1、国防军工行业 2022 年行情回顾

至 2022 年 11 月 29 日收盘，国防军工（SW）下跌 21.73%，跑赢沪深 300 指数 0.37 个百分点。

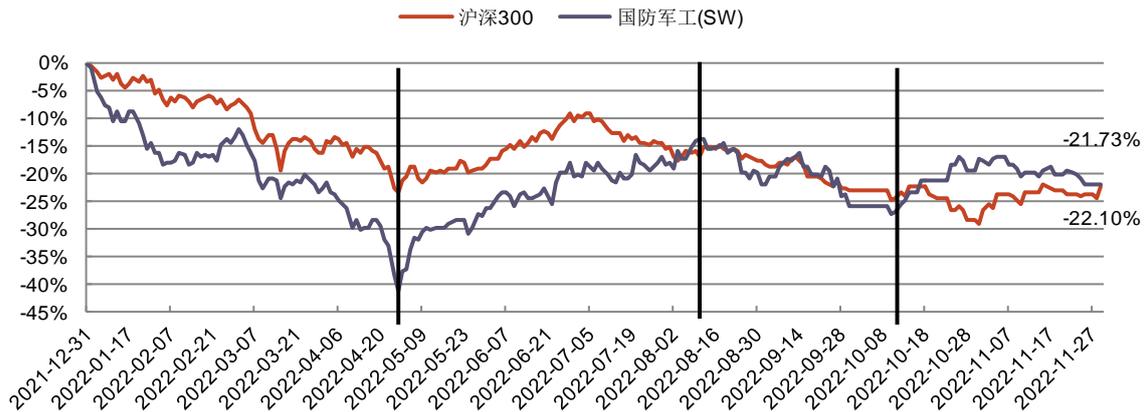
从 2022 年初开始，由于市场风格切换、板块估值达到阶段性高点、部分上市公司 21Q4 及 22Q1 业绩增速放缓、部分军工采购合同税收政策或出现变化、部分军工产品出现降价、军工供应链进一步向市场放开等多方面原因，军工板块经历了近 4 个月的下跌。

从 4 月下旬开始，由于板块已积累较大幅度的下跌、装备更新升级及国产化水平提升等驱动行业继续增长的主要逻辑并未发生明显变化、多家上市公司年报一季报仍然能够验证行业在 2022 年有望维持较好景气度等原因，板块转而开始有所修复。

接近 8 月中旬，受大盘此前已开始整体转向走低、短期政治事件影响逐渐消退等因素影响，板块再次出现震荡下跌的趋势。

随着 10 月中旬二十大顺利召开，安全发展的重要性攀升，军工行业关注度再次上升；叠加行业内公司三季报表现整体较好，板块再次呈现上涨趋势。

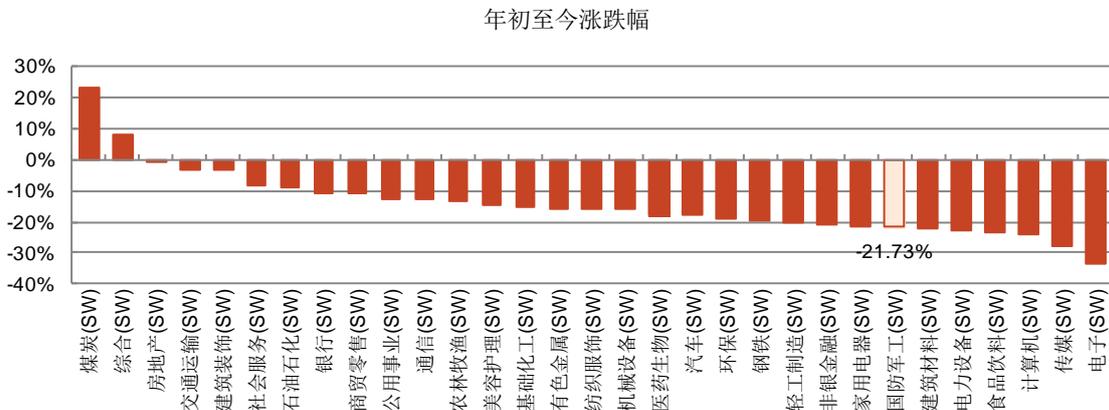
图 1：2022 年国防军工板块经历了 2 轮下跌，2 轮上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计截至 2022 年 11 月 29 日

各行业比较来看，2022 年以来至 11 月 29 日收盘，国防军工（SW）涨幅在 SW 行业分类的各行业中排第 24/31 名。

图 2：2022 年国防军工行业涨幅在 SW 各行业中排第 24/31 名



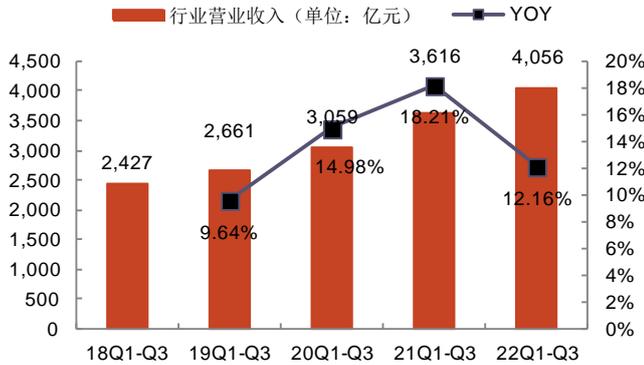
资料来源：Wind，光大证券研究所，统计截至 2022 年 11 月 29 日

考虑行业板块成分股选择方面可能存在差异，我们根据各上市公司主营业务及业务收入占比情况，选取 130 家核心业务涉及军工领域的上市公司作为国防军工板块（下文称“光大国防军工”、“国防军工行业”）进行分析。

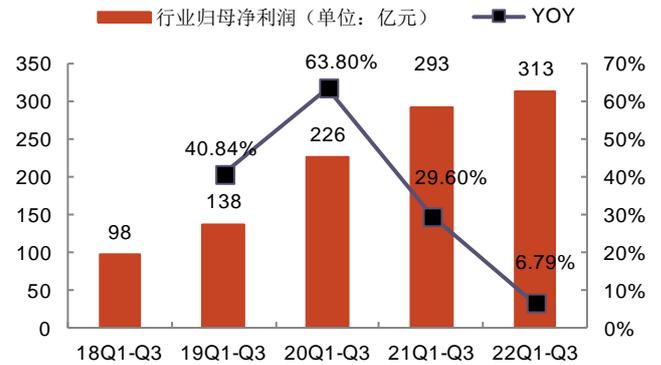
2022 年前三季度，国防军工行业实现营业收入 4056 亿元，同比增长 12.16%；实现归母净利润 313 亿元，同比增长 6.79%。从行业自身来看，2022Q1-Q3 收入、归母净利润均实现正增长。

图 3：2022 前三季度国防军工行业营业收入同比增长 12.16%

图 4：2022 前三季度国防军工行业归母净利润同比增长 6.79%



资料来源：Wind，光大证券研究所



资料来源：Wind，光大证券研究所

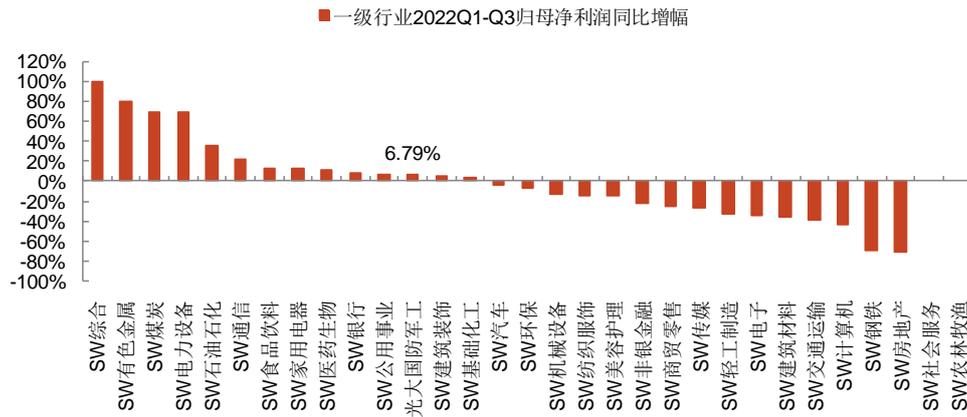
按照 SW 一级行业分类，国防军工行业 2022 前三季度收入增速排 7/31 位，利润增速排 12/31 位。

图 5：2022 前三季度国防军工行业收入增速排 7/31 位



资料来源：Wind，光大证券研究所

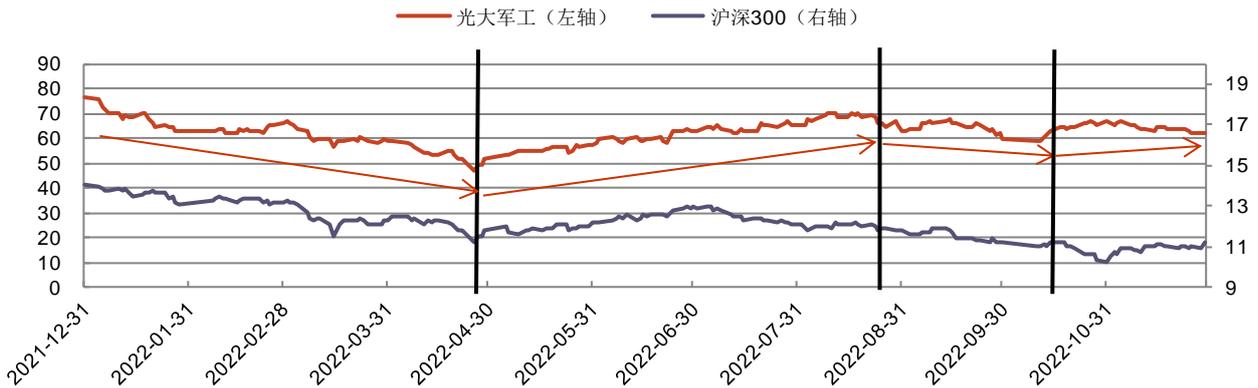
图 6: 2022 前三季度国防军工行业利润增速排 12/31 位



资料来源: Wind, 光大证券研究所。注: 由于 22 年前三季度社会服务行业转亏, 农林牧渔行业扭亏, 同比增幅无实际意义, 故未显示。

军工板块估值变化与板块走势相近。自 22 年 1 月份开始, 经历了近 4 个月的下降; 从 4 月下旬开始, 转而开始出现上涨趋势; 接近 8 月中旬, 开始转向震荡下行的趋势; 至 10 月上中旬, 再次转向上涨。

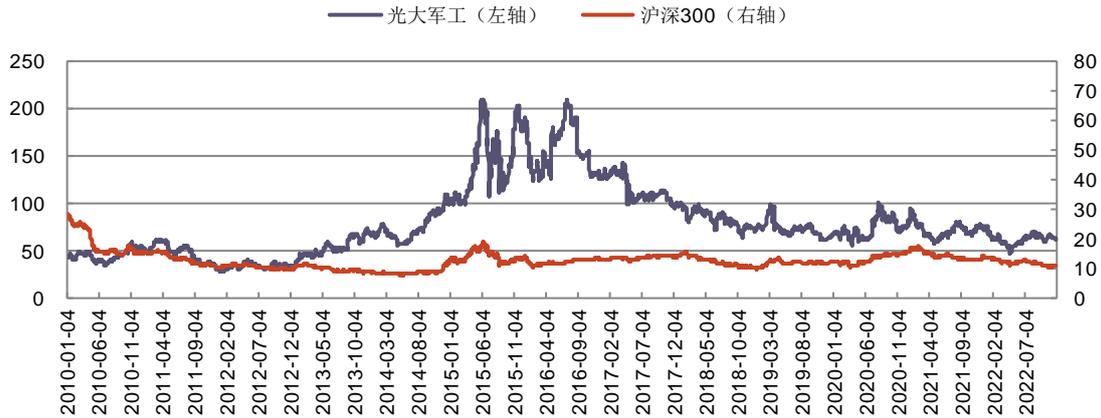
图 7: 2022 年国防军工 PE-TTM



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计日期至 2022 年 11 月 29 日

从历史估值水平来看, 国防军工行业估值水平始终高于沪深 300。行业估值自 2016 年以来开始回落。“十三五”前期由于受到军改等因素影响, 估值变化相对平稳。近期较为明显的两次上涨分别出现在 20 年 7 月及 20 年 12 月-21 年 1 月。2022 年 11 月 29 日收盘国防军工行业 PE-TTM 为 61.81 倍, 从近 10 年的维度来看, 当前估值处于较低位置。

图 8: 国防军工行业估值 (PE-TTM) 目前处于 2015 年以来低位



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计日期至 2022 年 11 月 29 日

我们将国防军工行业按照航空、航天、舰船、陆装、信息化及电子、新材料等 6 个子行业进行划分, 各子行业股价表现靠前的上市公司如下。

表 1: 国防军工子行业年度股价表现靠前上市公司列表

子行业	代码	简称	涨跌幅 (2022.1.1-11.29)
航空	688070.SH	纵横股份	32.64%
	688239.SH	航宇科技	11.86%
	605123.SH	派克新材	-1.79%
	600760.SH	中航沈飞	-4.27%
	000697.SZ	炼石航空	-9.40%
航天	300593.SZ	新雷能	16.54%
	688311.SH	盟升电子	4.29%
舰船	600685.SH	中船防务	5.88%
	601890.SH	亚星锚链	3.67%
陆装	601606.SH	长城军工	-16.32%
信息化及电子	300101.SZ	振芯科技	13.93%
	688066.SH	航天宏图	9.37%
	002338.SZ	奥普光电	0.93%
	002935.SZ	天奥电子	0.49%
	600562.SH	国睿科技	-2.99%
	002829.SZ	星网宇达	-4.05%
	688776.SH	国光电气	-4.34%
	000561.SZ	烽火电子	-6.08%
新材料	300395.SZ	菲利华	26.80%
	688122.SH	西部超导	-0.35%

资料来源: Wind, 光大证券研究所。注: 列示范围为各子行业涨幅排名前 15% 的个股

从各子行业公司及其主营业务来看, 今年以来股价表现靠前的上市公司多集中在航空、航天、信息化及电子、新材料等细分领域。

2、以我国国防建设为核心的三个市场，推动行业持续高景气发展

从收入来源看，我国军工行业收入的主要来源为国防费中的装备费，其他来源还包括国际军贸市场以及部分民间资本。因此我们认为军工行业主要服务于本国国防建设、他国国防建设、民用这三个市场；其中本国国防建设是支撑、牵引、推动军工行业发展的核心所在。

2.1、国防建设是国防军工行业发展的核心驱动力

随着中国综合国力的提升以及国民经济的高速增长，大国博弈的国际环境下，我国加强国防建设的必要性长期存在。国防建设是国防军工行业发展的最为重要的驱动力。

2.1.1、变幻的国际形势是国防军工行业持续发展的主要原因

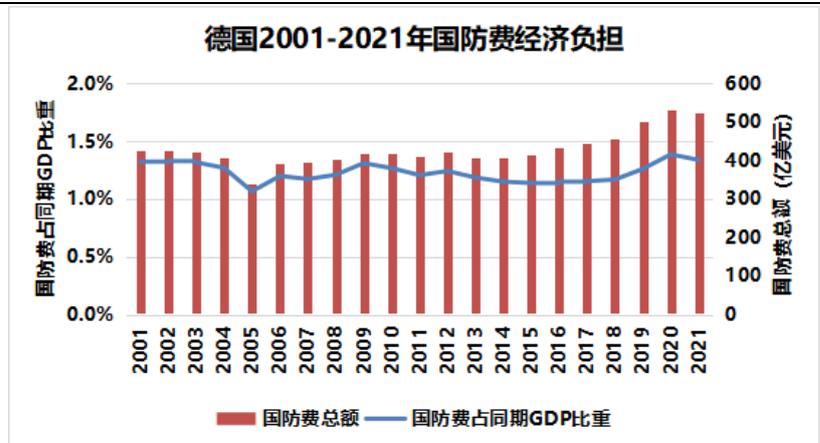
目前国际战略竞争呈上升之势。美国调整国家安全战略和国防战略，奉行单边主义政策，挑起和加剧大国竞争，大幅增加军费投入，加快提升核、太空、网络、导弹防御等领域能力，损害全球战略稳定。北约持续扩员，加强在中东欧地区军事部署，频繁举行军事演习。俄罗斯强化核、非核战略遏制能力，努力维护战略安全空间和自身利益。欧盟独立维护自身安全的倾向增强，加快推进安全和防务一体化建设。

中国继续保持政治安定、民族团结、社会稳定的良好局面，综合国力、国际影响力、抵御风险能力明显增强，仍处于发展的重要战略机遇期，同时也面临多元复杂的安全威胁和挑战。

2022年2月24日，俄罗斯在顿巴斯地区发起特别军事行动，之后发展为对整个乌克兰的军事行动。目前俄乌冲突仍在持续。

俄乌冲突对于世界其他国家及地区的影响是多方面的，其中较为直接的影响即为部分国家开始提升国防开支，进一步提升国防建设。如22年2月27日，德国总理表示，德国支持乌克兰从德国联邦国防军的库存中获取武器。德国将设立一个特别基金，并一次性向其拨款1000亿欧元，用于国防现代化。今后，德国每年将把国内生产总值的2%以上用于国防开支。而此前20年左右的时间里，德国国防费占GDP的比重始终低于1.5%。

图9：德国2001-2021年国防费占GDP的比重始终低于1.5%



资料来源：SIPRI，中国航空工业发展研究中心

而国防费的提升在不同军事势力/阵营的成员之间是存在连带效应的，如北约成员国提升国防支出后，为保证自身的安全及利益，非北约成员国也有可能相应地提升国防支出。

当前美国在安全、军事等领域也越发注重与其各盟友之间的协同。如 2021 年 9 月 15 日，美国、英国和澳大利亚宣布要签署一项名为“AUKUS”的历史性安全合作协议，按照其规定，英美两国将帮助澳大利亚建造核潜艇。2020 年 10 月，美国海军最为先进的“朱姆沃尔特”级驱逐舰的首舰“朱姆沃尔特”号抵达日本横须贺，正式编入驻日本的美国海军第七舰队。这是该舰自 2016 年 10 月服役以来的第一次海外部署行动。我们认为，美国及其盟友蓄意加剧地区紧张局势，刺激军备竞赛，威胁地区和平稳定。

日本同样在提升其军事实力。直升机驱逐舰“出云”级完成改装升级后，已经成为真正意义上的航空母舰。当地时间 2021 年 10 月 3 日，日本海自“出云”级直升机驱逐舰首舰“出云”号，与美国海军陆战队的 F-35B“闪电 II”式联合打击战斗机完成了起降过程。

图 10：美海军最先进的驱逐舰“朱姆沃尔特”号驻扎西太平洋地区日本横须贺港



资料来源：腾讯网

图 11：美国固定翼舰载机在日本“出云”号航母上完成起降



资料来源：凤凰网

国内方面，解决台湾问题，实现国家完全统一，是中华民族的根本利益，是实现中华民族伟大复兴的必然要求。与之前坚持“和平统一、一国两制”方针，推动两岸关系和平发展，推进中国和平统一进程等描述相比，党的二十大报告中措辞有所变化，“尽最大努力争取和平统一的前景，但决不承诺放弃使用武力，保留一切必要措施的选项”，坚决反对一切分裂中国的图谋和行径，坚决反对任何外国势力干涉。

图 12：美官员窜访台湾后，解放军在台湾周边的 6 个区域开展了军事演习



资料来源：环球网

图 13：演习中，解放军运用了多种武器装备



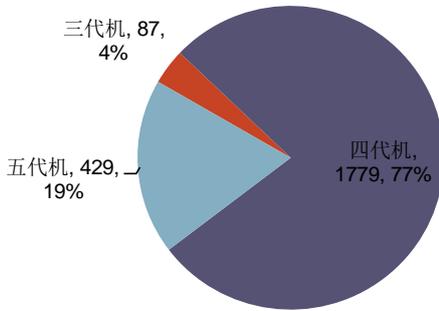
资料来源：东部战区微信公众号

面对复杂的国际形势，中国必须建设同国际地位相称、同国家安全和利益相适应的国防和强大军队。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出，要“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”，“确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”，具体要“提高国防和军队现代化质量效益”和“促进国防实力和经济实力同步提升”。因此我们认为在大国博弈的环境下，加强国防建设的必要性长期存在。

2.1.2、装备更新升级是国防军工行业持续发展的内在动力

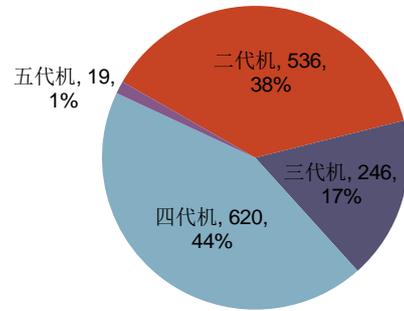
在国防实力、投入方面，中国与美国及其盟友相比，差距较为明显。以空军主战装备为例，至 2021 年末，我国装备各型战斗机/武装直升机共 1571/912 架，而美军列装战斗机/武装直升机数量分别达到 2740/5463 架，其他机种差距也较为明显；此外从机型构成来看，装备列装存在代际差距，我军喷气式战斗机中仍包含歼-7、歼-8、强-5 等二、三代机型，五代机占比不足 1%，而美军喷气式战斗机以四、五代机为主。

图 14：美国现役喷气式战斗机中，四代、五代机数量占比达 96%（单位：架）



资料来源：World Air Forces 2022，光大证券研究所，统计时间为 2021 年末

图 15：我国现役喷气式战斗机中，二代、三代机数量占比达 55%（单位：架）



资料来源：World Air Forces 2022，光大证券研究所，统计时间为 2021 年末

面对这些差距，中国持续对武器装备进行更新和升级，并取得了较多成果。2022 年 11 月 8 日开幕的 22 年珠海航展中，多个现有型号改进以及新型号的信息发布。

除本次航展首次亮相的运油-20 运输机、飞鸿-97A 无人机、以及多款现役直升机之外，引人注目的还有国产航空发动机——涡扇 10 系列：其中包括主要装备于国产歼 11B 战机的涡扇 10A；装备于歼 16 战机上的涡扇 10B；通过改用锯齿状喷口设计从而提升战机隐身性能，现已装备至歼 20 战机的涡扇 10C；以及分别使用二元、三元推力矢量喷管布局的两款最新型号。

表 2：2022 年珠海航展中公开的涉及装备更新升级的信息

型号	更新升级信息
歼-20 歼击机	已换装国产发动机，功能还在持续拓展
运油-20 运输机	首次亮相，将运-20 货舱升级为油舱，可同时为 3 架歼击机空中加油
飞鸿-97A 无人机	首次亮相，空对空无人机；构型升级，极大提升机动性
9S 舰载勤务直升机	首次亮相，主要担负人员搜救、医疗救护等任务
直 18 舰载警戒直升机	首次亮相，主要搭载在航母、两栖攻击舰等平台，担负中远距离对空/对海警戒任务
直 18F 舰载反潜直升机	首次亮相，主要担负大船编队 200 公里内的对潜警戒和攻击作战任务
直 8C 舰载运输直升机	首次亮相，具备在两栖攻击舰、大型综合登陆舰等舰船上起降、使用的的能力

资料来源：新浪军事、搜狐军事，光大证券研究所整理

装备更新升级状态确定后，会相应开始新一轮的批量采购。因此随着我国多种装备持续的更新升级，未来军工企业任务量较为饱满的生产状态有望持续。

2.1.3、高技术产品自主可控是国防军工行业发展的必然要求

2021年6月3日，美国总统拜登以“应对中国军工企业威胁”为由签署行政命令，将包括华为公司、中芯国际、中国航天科技集团有限公司等59家中企列入投资“黑名单”，禁止美国公民及机构与名单所列公司进行投资交易。而此前，特朗普政府也曾多次签署类似行政命令，禁止美国投资者对中国相关企业进行投资。美国对我国的科技封锁预计将成为长期趋势。

表 2：近年美国对华在科技领域的限制动作

时间	事件
2020年2月	美国政府称有可能通过拒绝发放许可证的方式，不再允许通用电气公司与法国赛峰集团旗下的合资企业CFM国际公司向中国出口更多LEAP-1C喷气发动机。这些发动机正被用于研发中国商用飞机公司的C919喷气式客机。
2020年5月22日	美国商务部宣布，将共计33家中国公司及机构列入“实体清单”，当中包括北京计算机科学与技术研究中心、奇虎360、哈尔滨工业大学、哈尔滨工程大学、网易考拉、云从科技、东方网力等科技企业/机构。这意味着进入名单的企业无法与美国有着任何商业交易。
2021年4月8日	美国商务部网站发布公告称，已将包括国家级计算济南中心在内的7家中国实体列入所谓“实体清单”，实施出口管制，并声称其从事的活动“违反美国国家安全或外交政策利益”。
2021年5月11日	美国总统拜登宣布延长前总统特朗普2019年签署的行政命令，继续禁止美国企业使用那些存在国家安全风险企业所生产的电讯设备。
2021年6月3日	美国总统拜登以“应对中国军工企业威胁”为由签署行政命令，将包括华为公司、中芯国际、中国航天科技集团有限公司等59家中企列入投资“黑名单”，禁止美国公民及机构与名单所列公司进行投资交易。

资料来源：环球网、新浪、网易新闻，光大证券研究所整理

高科技产品在我国主要应用于国防以及高端民用等领域。美国对中国在高科技领域的遏制，对其他国家出售高科技产品给中国的行为予以干涉，无论发生在国防还是高端民用领域，都会对中国正在进行的项目造成极大影响。为避免“卡脖子”情况的发生，国内在重点领域加快自主可控、国产化替代的进程刻不容缓。

发改委等四部门发布的《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》中提到围绕保障大飞机等重点产业链稳定性，加快在高温合金、高性能行为材料、高强超导耐热材料、耐腐蚀材料等领域实现突破。以先进航空发动机的基石——高温合金材料为例，17年以来，国内高温合金需求量持续增长，然而国产化率却在60%左右波动。

图 16：国内高温合金需求增长快，但仍存在供需缺口



资料来源：华经产业研究院，光大证券研究所整理

国内的先进技术，因较为高昂的研发成本，优先试验及应用于国防领域，而后向民用领域拓展是较为常见的模式，从该角度看，我国在高科技领域加快实现独立自主，同样需要国防军工行业的加速发展。

目前，我国出口巴基斯坦空军的歼-10CE 战机，采用了国产涡扇-10B “太行”发动机。在广东珠海举办的 2021 年第 13 届中国航展上，换装国产发动机的歼-20 首次展示强悍的超低空机动能力，进行飞行表演。在航展新闻发布会上，空军发言人确认，歼-20 已经用上“中国心”。陆续接连换装，足以证明发动机部分型号已经非常稳定和可靠，具备了大规模列装的条件。这也使空军和海军航空兵部队走上了一条主要使用、维护、保障国产发动机的道路，对战斗力提升起到基础支撑作用。在我国国产战机量产方面，就有了更多主动权。除了国产战斗机，国产大型军用运输机运-20 也换装了国产发动机。主力战机所配置航空发动机的型号变更是我国高端产品加强国产化替代的重要体现。

同样面对欧美技术封锁、出口管制的俄罗斯，总统普京于 2022 年 9 月下令，军工业必须实现 100% 国产化，不能再依赖外国零部件而存在被“卡脖子”的风险。同时普京还要求：俄罗斯军工业要在不影响武器装备质量的情况下，全力提高产量、缩短生产时间。这进一步展现出国产化对军工行业发展的重要性。

2.1.4、持续增长的国防投入是国防军工行业持续发展的基础

在国防建设持续推进的需求牵引下，中国国防费总体保持与国家经济和财政支出同步适度协调增长。国防费占国内生产总值（GDP）比重近年一直保持在 2% 以内。国防费随 GDP 增长，呈持续稳定增长趋势。

中国国防费按用途划分，主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成。

表 3：新时代中国国防费按用途划分

分项	用途
人员生活费	用于军官、文职干部、士兵和聘用的非现役人员，以及军队供养的离退休干部工资、津贴、伙食、被装、保险、福利、抚恤等。
训练维持费	用于部队训练、院校教育、工程设施建设维护以及其他日常消耗性支出。
装备费	用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输、储存等。

资料来源：《新时代的中国国防》，光大证券研究所

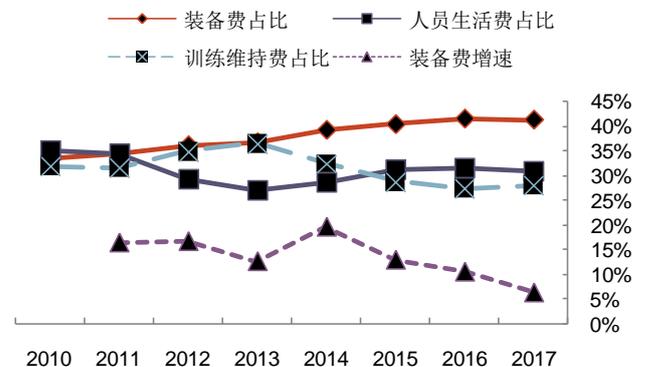
2012 年以来增长的国防费用用途中包含加大武器装备建设投入，淘汰更新部分落后装备，升级改造部分老旧装备，研发采购航空母舰、作战飞机、导弹、主战坦克等新式武器装备，稳步提高武器装备现代化水平的内容条目。同时考虑 2019 年国防白皮书《新时代的中国国防》中介绍，进一步裁减军队员额 30 万，将现役总员额减至 200 万，对应国防费中人员生活费的部分比例，预计会有一定程度的下降。因此，与国防军工行业相关度较高的装备费，占国防费的比重将会进一步提升，即在随着国防费整体稳定增长的同时，自身会有更进一步的生长。

图 17：历年国防费中的分项变化（单位：亿元）



资料来源：《新时代的中国国防》，光大证券研究所

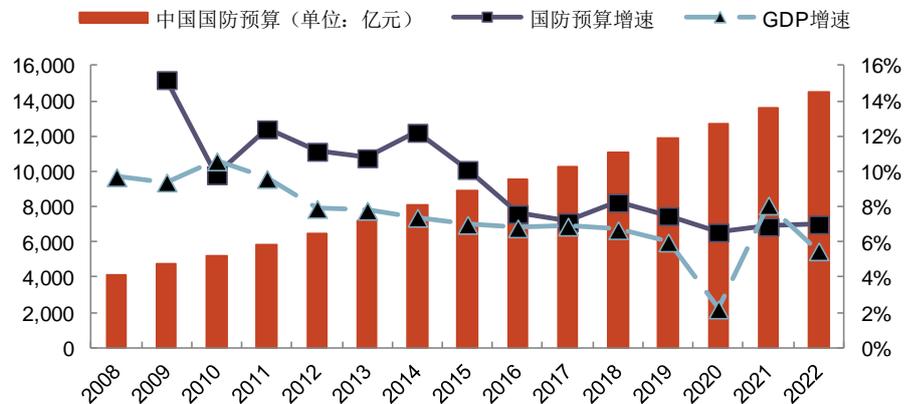
图 18：历年国防费中的分项比例及装备费的增长



资料来源：《新时代的中国国防》，光大证券研究所

2022年3月5日财政部在全国人大会议上发布的22年政府预算草案中披露，中国22年军费预算为14504.5亿元，同比增长7.1%，增幅比21年提高0.3个百分点。这是中国自2019年以来军费预算增幅首次突破7%。而2022年中国GDP的增长目标为5.5%，国防预算增速继续保持高于GDP目标增速。

图 19：2022 年中国国防预算增长目标设定为 7.1%



资料来源：Wind，光大证券研究所，GDP2022 年增速为目标值

22年3月9日，十三届全国人大五次会议解放军和武警部队代表团新闻发言人接受采访时表示，与美国等军事大国相比，中国国防费仍处于较低水平。中国的国防支出不论是占国内生产总值（GDP）的比重、占国家财政支出的比重，还是国民人均国防费、军人人均国防费等都是比较低的。中国增加国防费，既是应对复杂安全挑战的需要，也是履行大国责任的需要。

由于目前国防军工行业主要是靠本国国防需求驱动，当前我国国防实力与经济地位尚不匹配，我们认为，国防费的增速有望持续高于GDP的增速，而其中装备费则有望以更快的增速增长，国防军工行业的景气度也仍将持续。

在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中关于国防建设，建议要“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”，“确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标”。这在十九大国防建设“三步走”的基础上又提出了新的时间节点与目标，凸显我国国防建设长期性、计划性、确定性的特点。

图 20：中央关于国防建设先后提出 4 个重要节点及对应目标

2020	2027	2035	2050
<ul style="list-style-type: none"> 基本实现机械化，信息化建设取得重大进展 	<ul style="list-style-type: none"> 实现建军百年奋斗目标 	<ul style="list-style-type: none"> 基本实现国防和军队现代化 	<ul style="list-style-type: none"> 把人民军队全面建成世界一流军队

资料来源：《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，光大证券研究所

2022年10月，党的二十大顺利在京召开。中央再次明确建军百年目标，国防及军队现代化建设稳步推进，措辞也从十九大的“确保2020年基本实现机械化、信息化建设取得重大进展”变更为“坚持机械化、信息化、智能化融合发展”，进一步明确了未来国防军工的发展大方向。

2.2、军贸市场：中国装备，走向世界

随着我国国际地位的持续提升以及防务装备产品性能的不断提高，国内军工企业面向国际军贸市场的产品正得到越来越多国家和地区的青睐。军贸正在为国内军工行业带来更为广阔的市场空间。

2022年，我国歼10战斗机出口巴基斯坦、FK-3防空导弹系统出口塞尔维亚等军贸业务，因出口装备的先进程度、采购的规模以及产品的运输方式等而广受业界关注。

图 21：中国生产歼 10CE 已开始在巴基斯坦空军服役



资料来源：巴基斯坦空军网

图 22：塞尔维亚已开始使用中国生产 FK-3 防空导弹系统



资料来源：观察者网

2022年3月11日，巴基斯坦空军在卡姆拉举行首批6架歼10CE接装仪式。时任巴基斯坦总理伊姆兰·汗出席仪式。这标志着中国新一代航空主战装备已正式列装巴基斯坦空军，实现了中国新一代航空主战装备成体系、成建制出口，是中国航空高新装备出口的又一重要里程碑。随着2022年9月第二批6架歼10CE的成功交付，巴基斯坦空军又增加了新一批共36架歼10CE的订单。新订单的落地一方面展现出对中国航空主战装备竞争力的认可，另一方面也为非亲美国国家做出榜样，有利于进一步促进我国军贸事业的良性发展。

歼10CE战斗机是由中国航空工业自主研制的全天候、单发、单座、多用途三代+战斗机，属于安全防务类武器产品。该机具有强大的体系协同作战、强电磁对抗环境下先进的超视距多目标攻击，以及多模式对地精确打击等能力；具有优良的中低空机动格斗、超声速飞行、短距起降、大作战半径、长航程及空中受油能力；装备先进的综合化航空电子系统和武器系统，外挂武器能力强。

FK-3是中国航天科工集团研制的中远程地空导弹系统，与人民空军地空导弹部队自用的红旗-22高度类似。

我们此前在2022年3月2日发布的报告《战争爆发后，美国军工股表现如何？》中曾分析过，美国多家头部军工企业，大多有一定比例的收入来自于国际军贸客户。军工技术实力较弱的国家出于国家安全考虑，需要通过军贸采购获取防务装备。我们认为在未来，国际军贸市场有望持续为国内的军工企业带来增加收入、利润的空间及机遇。

2.3、民用市场为军工企业带来更为广阔的市场空间

近年国内较为重视军民融合的推进。党和军队的多次会议决议中，均提及“军转民”、“军民融合”。

表 4：关于军民融合的政策文件

发布年份	文件名称	作用意义
2013	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	在国家层面建立推动军民融合发展的统一领导、军地协调、需求对接、资源共享机制。引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域。
2016	《中央军委关于深化国防和军队改革的意见》	着眼形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局……分类推进相关领域改革，健全军民融合发展法规制度和创新发展机制。
2017	《在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告》	坚持富国和强军相统一，强化统一领导、顶层设计、改革创新和重大项目落实，深化国防科技工业改革，形成军民融合深度发展格局。

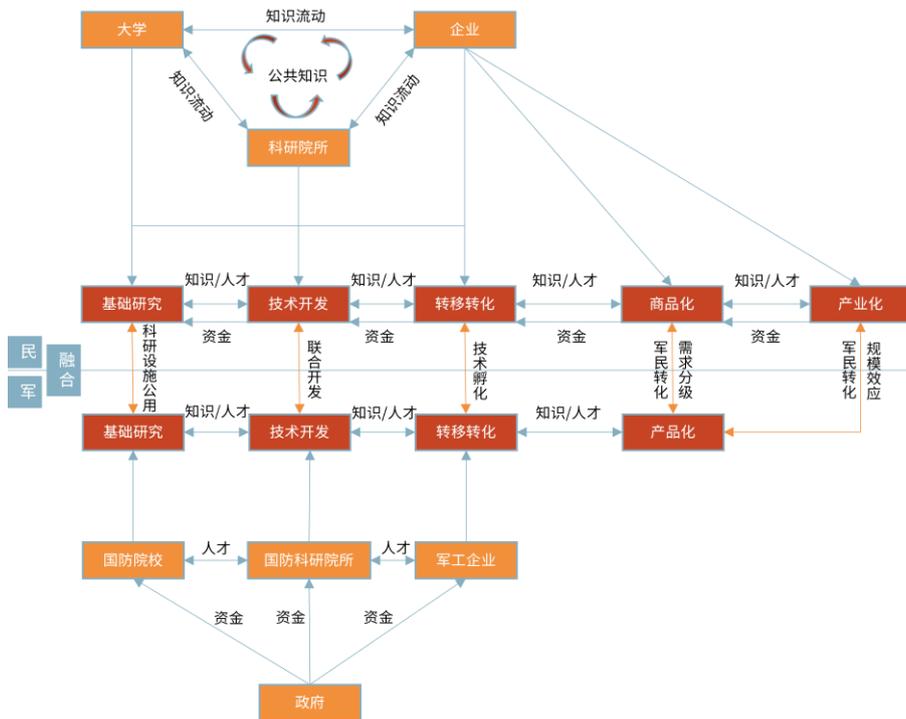
资料来源：国防部、新华社，光大证券研究所

中美贸易摩擦凸显出我国在部分“关键核心技术”领域受制于人的现状，我们认为，通过需求驱动的基础科学研究，才能从源头上改变这一情况。但要想短期内取得突破，不仅需要各类资源的整合，还需要发挥各行业特点形成协同互补。军工企业在创新资源方面具备较大优势，但相对封闭的应用场景，导致其与民用创新资源之间联系较浅，不利于在“关键核心技术”上的突破。同时，军民用技术交互渠道少，一方面导致具备市场价值的军用技术成果落地延迟，另一方面先进民用技术也难以应用到国防军工现代化建设中去，不利于军民两端创新性技术的价值实现。

军民融合对于军工行业的发展以及国内经济的建设起到了非常积极的作用。军转民，有助于摊薄研发阶段的投入。部分军工技术，研制成本较高，如果技术能应用于民用领域，依靠市场规模能够很好地摊薄成本。民参军，利用国防军工产品对性能的高追求性和对价格的不敏感性，可以刺激民营企业在高精尖技术上的创新与突破，让高端技术/产品有用武之地。

目前，国内军民融合发展所涉及的领域较为宽泛。如卫星通信、导航等技术及设施，都能够同时服务国防及民用。多家电子元器件企业，产品应用于国防，同时也应用于通讯、新能源汽车等领域。新材料方面，碳纤等高性能材料大量应用于航空航天，也在风电、汽车等领域有很大市场空间。

图 23：我国军民融合实现路径梳理



资料来源：《关键核心技术军民融合协同创新机理及协同机制研究》余维新等，光大证券研究所绘制

2.4、 国企改革有望进一步提升军工央企国企运营效率

国有企业改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图，是“可衡量、可考核、可检验、要办事”的。2020 年政府工作报告中提出“提升国资国企改革成效，实施国企改革三年行动”。2020 年 6 月 30 日，中央深改委审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，此后国企改革三年行动稳步推进。2021 年 12 月召开的中央经济工作会议提出要“完成国企改革三年行动任务”，12 月 18 日召开的中央企业负责人会议则指出“国企改革三年行动目标 70%的预定任务顺利完成”。2022 年为国企改革三年行动的收官之年，预计军工国有企业改革进程有望加速，活力与竞争力有望持续提升。

图 24：国企改革纵深推进，国企改革三年行动显成效



资料来源：国资委，光大证券研究所

国企改革形成了以《关于深化国有企业改革的指导意见》为统领、以 35 个配套文件为支撑的“1+N”政策体系。这是改革开放以来国企改革领域最系统、最全面、最有针对性的政策体系，有力保证了国企改革有方向、有目标、有遵循。

图 25：国企改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图



资料来源：国资委，光大证券研究所

国防军工板块中有较多上市公司属于央企、国企。我们认为，国企改革的不断推进，有助于军工央企、国企全面实现生产质量和运行效率的提升。

以中国电子科技集团（“中国电科”）为例，为了全面贯彻国企改革三年行动决策部署，中国电科制定了《改革三年行动实施方案（2020 年-2022

年)》，明确提出 10 方面 56 项 129 条改革措施，在更高起点、更高层次、更高目标上进一步深化改革，切实增强集团公司竞争力、创新力、控制力、影响力和抗风险能力，持续推动做强做优做大，加快建成具有全球竞争力的世界一流企业。

具体实施层面，近年来，中国电科旗下杰赛科技、卫士通、四创电子、天奥电子等多家上市公司发布股权激励计划，有效地将股东、公司和核心团队三方利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，确保公司发展战略和经营目标的实现。同时加速推进经理层任期制和契约化，建立市场化招聘制度，全面推行市场化用工与全员绩效考核。市场化经营机制不仅符合国企改革要求，更能有效激励员工。此外，通过多次对旗下上市公司的国有股份划转，以及资产重组，提高集团资产证券化率，提升旗下企业的市场化程度和运营效率。

其他军工央企、国企，如航空工业集团、兵器工业集团、中国船舶集团等均积极响应国企改革要求，提出了改革要求及相应方案。我们预计，在 2022 年即国企改革三年行动的最后一年，通过改革，部分军工上市公司的运营效率有望实现进一步提升。

3、估值及投资建议

综上，我国对于国防建设具有清晰的规划，相应提出了短、中、长期建设目标。考虑当前的国际形势变化，我国与军事强国之间国防实力的差距，我国军工产品的国产化水平仍有继续提升的空间，国防建设的需求预计将长期持续。同时，稳定增长的国防投入为国防军工行业的发展提供了牢固而持续的发展基础。

2022 前三季度国防军工行业 130 家上市公司共实现营业收入 4056 亿元，同比增长 12.16%；实现归母净利润 313 亿元，同比增长 6.79%。从行业自身来看，2022Q3 收入、归母净利润均实现正增长，利润增速低于收入增速。

估值方面，自 22 年 1 月份开始，经历了近 4 个月的下降；从 4 月下旬开始，转而开始出现上涨趋势；接近 8 月中旬，开始转向震荡下行的趋势；至 10 月上中旬，再次转向上涨。从历史估值水平来看，2022 年 11 月 29 日收盘国防军工板块 PE-TTM 为 61.81 倍，处于近 10 年来较低位置。

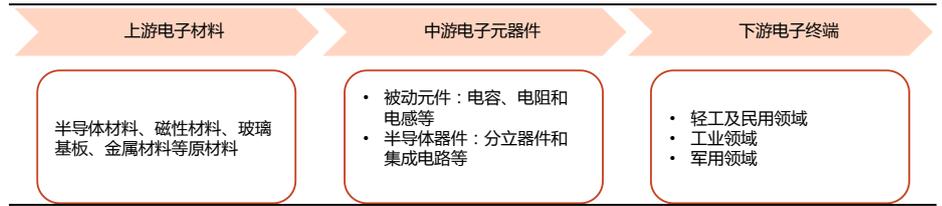
结合对于板块业绩增长及估值水平的分析，我们看好当前国防军工行业的投资机会，维持国防军工行业“增持”评级。

建议 2023 年国防军工行业投资沿军工信息化及电子、军工新材料、航空、舰船四条主线进行。另外关注军工央企、国企上市公司因国企改革而提升盈利能力带来的投资机会。

3.1、军工信息化及电子：装备现代化智能化发展的媒介

电子元器件是支撑信息技术产业发展的基石，也是保障产业链、供应链安全稳定的关键。电子元器件行业位于电子信息产业链的中游，介于电子整机行业和电子原材料行业之间，元器件技术发展和生产规模关乎电子信息产业的发展。

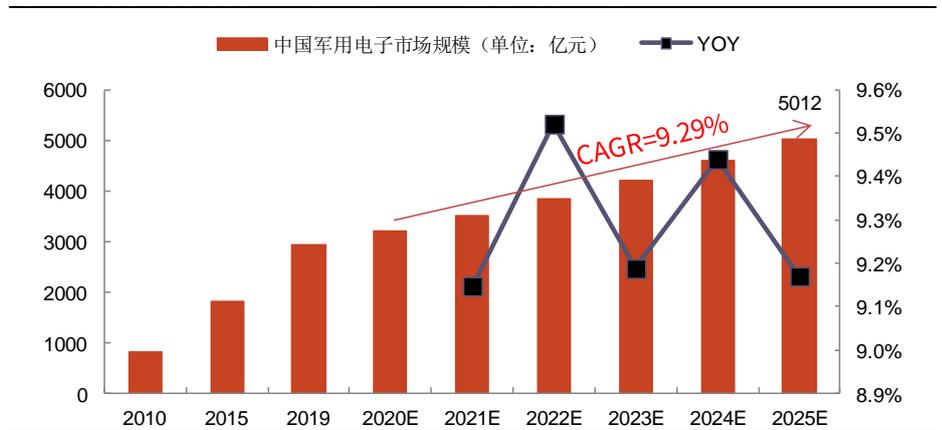
图 26：电子元器件行业位于电子信息产业链的中游



资料来源：光大证券研究所绘制

电子元器件可应用于军用、民用等不同下游领域。军用方面，当前我国处于国防信息化加速建设期，2010-2019 年期间我国军用电子产品市场规模由 819 亿元上升至 2,927 亿元，CAGR 为 15.2%；前瞻产业研究院预计“十四五”期间我国军用电子产品市场规模继续保持稳健增长，到 2025 年或可突破 5000 亿元。

图 27：军用电子产品市场规模“十四五”期间预期稳定增长



资料来源：工信部，前瞻产业研究院预测，光大证券研究所

高性能高可靠性的电子元器件是实现军事装备信息化的必要条件，军用电子元器件的选型和使用条件严格，因而该赛道具有较高壁垒。我国目前已经形成完善的军用电子元器件标准体系，军品供应商取得相应军品元器件供应资质后才能进入军品供应体系，军方客户出于质量稳定性考虑会对电子元器件进行二次筛选，产品需经过破坏性物理测试、通电测试、静电防护和失效分析等检测流程，流程复杂性和时间成本导致供应商转换成本较高，且军品客户更为注重产品的性能与可靠性。

表 5：军用电子器件形成完备标准体系

发展阶段	标准体系
起步阶段	50 年代，转化和引用苏联标准；60 年代初初步形成了我国自己的电子元器件生产体系
“七专”平台	70 年代，进行可靠性标准量化表征、评价和抽样研究及对生产过程可靠性保证和控制方法研究；1978 年提出实施“七专”管理，与标准化相关的是“七专技术条件”
国军标平台	80 年代初开始，参照美国军用标准 MIL 体系逐步建立了我国国军标体系，迄今已基本完成覆盖全部门类的军用电子元器件的国家军用标准或行业军用标准的制定
工程标准化	2001 年，在总装备部的支持下，以航天专项重点工程为试点，军用电子元器件标准化工作步入了与重点工程相结合，支持工程标准化的道路

资料来源：《军用电子元器件标准与质量等级》（作者高成）；光大证券研究所整理

随着西方发达国家在高科技领域对中国出口限制趋势的愈演愈烈，虽然作为基础产品的电容、连接器等电子元器件目前国内的进口渠道尚未受到明显限制，但从供应链的安全稳定角度出发，国内科技企业同样会考虑寻找和培育国内的供应商。军工电子元器件厂商因具备技术基础而有望受益。

因此，从电子元器件的市场环境来看，国内的防务领域现代化建设不断加快，市场规模持续扩大。民用领域全球 5G 建设进入关键期；新能源作为国家

战略性新兴产业，中长期成长趋势明确；物联网、人工智能、智能驾驶等新兴领域快速发展，给电子元器件行业发展注入了新动能。军工电子元器件厂商有望在接下来的几年时间，在军、民领域，国内外市场，迎来重大机遇。

防务装备整机的信息化需要通过电子类设备、分系统实现功能。信息化类系统方向较多，如探测、通信、导航、指挥控制等，涉及到的上市公司数量也较多。其中雷达作为武器装备获取战术情报的最主要手段，是装备信息化智能化的核心设备。

在现代信息化战争条件下，电子对抗是没有硝烟的战场，也是制敌决胜的关键环节之一。因此，雷达作为主战装备的“眼睛”，已成为各类先进作战平台(飞机、导弹、战舰、战车等)不可或缺的单元，是实现远程打击、精确打击的必要手段，是发挥装备作战效能的倍增器。军用装备雷达按照使用功能可分为警戒雷达、侦查雷达、火控雷达和制导雷达，在陆军装甲部队、地面炮兵部队、海军舰艇、空军战机和火箭军导弹部队均有列装，广泛用于火力引导、武器控制、区域侦查、预警监测和防空反导等各种信息化战场条件。近年来，随着无人机打击力量和无人侦查预警系统的全面推广，军用装备雷达也有望迎来新的发展。

在现代信息化空战条件下，己方机载雷达系统和敌方隐身技术是一对矛盾进化的辩证关系，机载雷达必须不断更新升级以保持对敌的技术优势。例如美国就曾为多个批次的 F16 战斗机更换更为先进的雷达型号以提升作战性能。

与美俄等空军强国相比，我国空军战机的技术差距仍然存在。面对这些差距，我国存在持续对武器装备进行更新和升级的需求和可能性。

表 6：现役主力军机存在不同批次、细分型号存在配置雷达不同的情况

战斗机代际	型号	现役数量	搭载的雷达系统
三代、三代半	歼-10A	约 260-400 架	机械扫描脉冲多普勒雷达
	歼-10B		无源相控阵雷达
	歼-10C		有源相控阵雷达
	歼-11 系列	约 100-200 架	机扫多普勒雷达、相控阵雷达
	歼-16 系列	约 150-200 架	大直径有源相控阵火控雷达
四代	歼-20	约 20 架	多目标有源相控阵火控雷达（对空能力更强）

资料来源：新浪军事，World Air Forces 2022，光大证券研究所整理。注：表格中战斗机代际按国内划分方式；若按美国划分方式，分别为四代、五代。

军工电子及信息化主线，我们推荐在细分领域占据主导地位，且注重科研投入，产品在其他领域拥有较好拓展潜力的企业振华科技、中航光电、航天电器，以及军用雷达龙头国睿科技。

表 7：军工电子及信息化部分相关公司及其主要业务、产品

代码	公司简称	主要业务、产品
000733.SZ	振华科技	军民用容阻感、分立器件等
002179.SZ	中航光电	军民用电、光、流体连接器
002025.SZ	航天电器	军民用连接器、微特电机
600562.SH	国睿科技	军民用雷达、工业软件

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、 军工新材料：受益装备放量及国产化替代

随着国防建设对于装备作战性能要求的提升，以及国外在高精尖领域对国内封锁的现状，各类高技术新材料作为装备发展的基础，在性能提升、独立自主等方面的需求日益迫切。

新材料涉及领域广泛，一般指新出现的具有优异性能和特殊功能的材料，或是传统材料改进后性能明显提高和产生新功能的材料，主要包括无机非金属材料、先进金属材料、有机高分子材料、先进复合材料等。部分新材料因具备良好的力学特性及耐高温、耐腐蚀性能或某种特定的环境适应性，成为航空航天、动力、能源、化工、机械、冶金、电子信息等国民经济关键领域发展的物质基础和国防现代化的重要支撑。

随着我国材料及装备研发水平的持续提升，越来越多的新材料应用在新型的军机、火箭、卫星、导弹、舰船等军工装备中，以提升装备的性能指标。目前军工板块新材料类上市公司的业务以碳纤维及复合材料、石英纤维、高温合金、钛合金等居多。

根据《全球碳纤维复合材料市场报告》统计，国内航空航天领域对于碳纤维的需求持续增长，2021 年市场需求为 2000 吨，同比增长 17.65%。而全球航空航天领域碳纤维市场需求为 16,500 吨，中国市场占比较小，未来随着中国航空航天制造业的发展，国内的市场规模有望保持提升趋势。

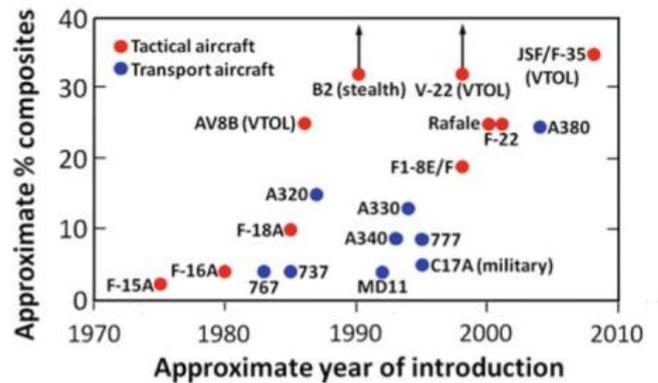
图 28：全球航空航天领域历年碳纤维需求（单位：吨）



资料来源：全球碳纤维复合材料市场报告，光大证券研究所

注：2020 年开始受疫情影响，民航飞机产量大幅降低，对碳纤维需求显著下降

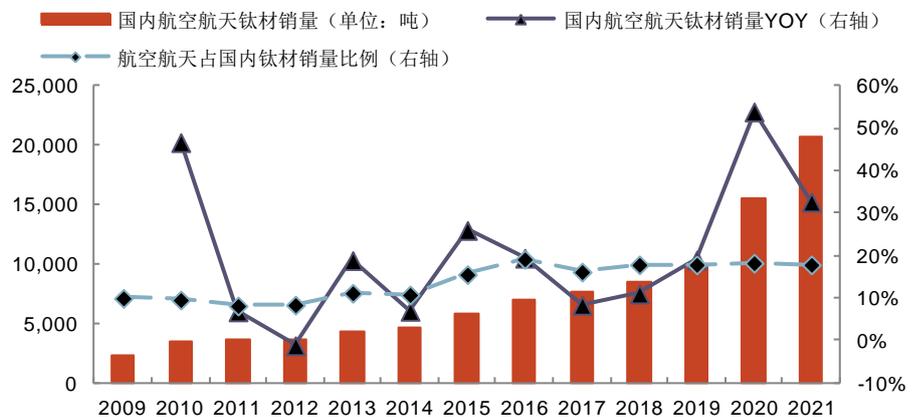
图 29：随着机型发展，碳纤维复合材料重量占比持续提升



资料来源：《Carbon Fiber Polymer Matrix Structural Composites》Russel et al., 光大证券研究所

航空领域，钛合金是飞机和发动机的主要结构材料之一，主要用于飞机的起落架部件、机身的梁、框和紧固件等，发动机风扇、压气机、叶片、鼓筒、机匣、轴等，以及直升机桨毂、连接件等。近年来，国内航空航天钛材销量持续增长。随着国内军用新机型的定型批产，2020 年钛材销量增速明显加快，达到 15546 吨，同比增长 54.09%，2021 年钛材销量持续维持高速增长，达到 20647 吨，同比增长 32.81%。

图 30：国内航空航天钛材销量持续上涨，2021 年增速维持较高位置



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钨分会《中国钛工业发展报告》，光大证券研究所

高温合金是现代航空发动机、航天器和火箭发动机以及舰船和工业燃气轮机的关键热端部件材料（如涡轮叶片、导向器叶片、涡轮盘、燃烧室等），随着航空发动机等产品新型号对于老旧型号的替代，以及国内型号对于进口型号的替代，国内军工及高端制造行业对于高温合金的需求有望持续提升。

军工新材料主线，我们推荐军工产业链中地位明确，且能在其他领域拥有较好拓展潜力的企业中航高科、中简科技、光威复材，建议关注西部超导、钢研高纳。

表 8：军工新材料部分相关公司及其主要业务、产品

代码	公司简称	主要业务、产品
600862.SH	中航高科	航空预浸料
300777.SZ	中简科技	军用碳纤维
300699.SZ	光威复材	军民用碳纤维，风电碳梁
688122.SH	西部超导	军用钛合金，超导材料，高温合金
300034.SZ	钢研高纳	铸造高温合金、变形高温合金、新型高温合金

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、航空：军机新型号持续放量，民机市场在恢复中成长

近年来，国内战斗机装备发展迅速，歼-10、歼 15、歼-16、歼-20 系列等主力机型相继服役。而国内在战斗机方面与军事强国仍存在较大差距。我们可以进一步总结出军机产业更为具体的增长需求：

(1) 空军战略转型需求。

国防白皮书中明确，要求空军加快实现国土防空型向“空天一体”、“攻防兼备”型转变。近年来，国家提出的诸如设置东海防空识别区、南海岛礁机场建设等战略举措，皆为空军战略地位在不断加强的重要体现。

(2) 海军发展航空母舰需求。

2012 年 9 月 25 日，“辽宁号”航空母舰正式交付中国海军。2019 年 12 月 17 日，“山东号”航空母舰正式交付中国海军。2021 年 6 月 17 日，“福建舰”航空母舰正式下水。至此，我国已拥有 3 艘航空母舰。

对于航空母舰来说，舰载机必不可少。因此，发展航空母舰，为战斗机研发带来了新的需求。

(3) 武器装备更新换代需求。

我国现有的战斗机中，仍有不小比例是歼-7、歼-8、歼轰-7 等相对老旧落后的装备，随着服役年限的增长，这些装备都陆续有折旧、报废、退役的情况。同时，在训练、演习等环节中也会存在部分装备损毁的状况。装备的更新换代，催生了对战斗机生产的需求。

目前，国内歼-20 战斗机在国际上已经处于较为先进的水平，而数量上仍需提升。2021 年，美国 F35 战斗机交付 142 架，其中 68 架是交付给美国之外的客户。该机型的用户除美国军队之外，大多为美国的军事盟友如英国、加拿大、意大利、日本、韩国等。至 2021 年底，美国 F35 战斗机已经交付 753 架，从美国及其他国家订单数量来看，该机型销量有望达到 3000 架以上规模。此外，美国尚拥有 F22 型战斗机约 178 架，在 5 代机数量方面具有较大领先优势。

图 31: F-35 已交付美军及其盟友客户 753 架



资料来源: 洛克希德·马丁官网

在舰载机领域, 国内研发的歼-15 解决了国产舰载机从无到有的问题, 并且属于四代机, 具备一定的先进性; 而美国、英国、日本等国家舰船上配置的舰载机均已升级到五代机 F-35, 对中国仍保有代别优势。因此国内的新一代舰载机成为刚性需求。

图 32: 美军舰载机 F-35 目前为全球唯一一型隐身舰载机



资料来源: 环球网

我国军工产业链中, 最终完成武器装备生产的单位大多为军工集团内的主机厂, 而生产过程中主机厂与集团内上下游企业之间会有销售/采购货物的情形, 即形成了关联交易。由于军工产业链格局较为稳定, 通过跟踪主机厂的关联交易额或可在一定程度上了解其生产规模的变化情况。

中航沈飞、航发动力等主机厂 2022 年上半年先后公告了其在 2021 年关联交易金额的情况以及对于 2022 年关联交易金额的预计。

表 9: 部分军工主机厂 2021、2022 年向关联方采购/销售预计及实际发生金额

公司	项目	2021 年预计金额 (单位: 亿元)	2021 年实际发生金额 (单位: 亿元)	2022 年预计金额 (单位: 亿元)	22 年预计值比 21 年实际值变化
中航沈飞	向关联方购买原材料、燃料、动力等	191.63	172.66	230.25	+33.35%
	向关联方销售产品、商品	37.67	32.14	56.00	+74.24%
航发动力	购买商品 (向中国航发、中航工业)	175.50	148.55	200.00	+34.63%
	销售商品 (向中国航发、中航工业)	178.30	164.03	206.50	+25.89%

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

比较可知, 部分军工主机厂 2022 年度向关联方采购/销售的预计金额同比均出现较大幅度的增长, 因此我们认为, 战斗机、直升机、航空发动机等产业链在 2022 年有望保持较高的景气度, 实现较大幅度增长。

随着新冠疫情逐渐得到控制，民航市场已呈现复苏迹象。民机制造产业也有望得到复苏。国内生产的民航客机中，支线型 ARJ21 已开始量产；单通道型 C919 预计在近 2 年会开始交付客户使用，至 2021 年 2 月末已累积有 815 架订单，2022 年珠海航展上（截止 11 月 8 日），中国商飞与七家租赁公司再签 300 架新订单。目前该机型国产化率为 60%，如果考虑未来国产化率有可能进一步提升，国内相关系统、设备配套厂商的下游市场需求有望持续扩大。

图 33：C919 型客机有多个分系统、零部件由国外厂商承担



资料来源：中国商飞官网

国内多家航空零部件生产企业部分业务来源于国际转包，随着国内航空零部件制造商技术水平的提升，以及下游需求的恢复，相关业务也有望逐渐恢复乃至超越疫情前水平。

综上，航空主线我们推荐军机产业链核心标的中航沈飞、航发动力、中航重机。

表 10：航空产业链部分相关公司及其主要业务、产品

代码	公司简称	主要业务、产品
600760.SH	中航沈飞	歼击机、舰载机等
600893.SH	航发动力	航空发动机产品
600765.SH	中航重机	航空零部件锻造

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.4、 舰船：军舰建造由多转强，民船盈利持续提升

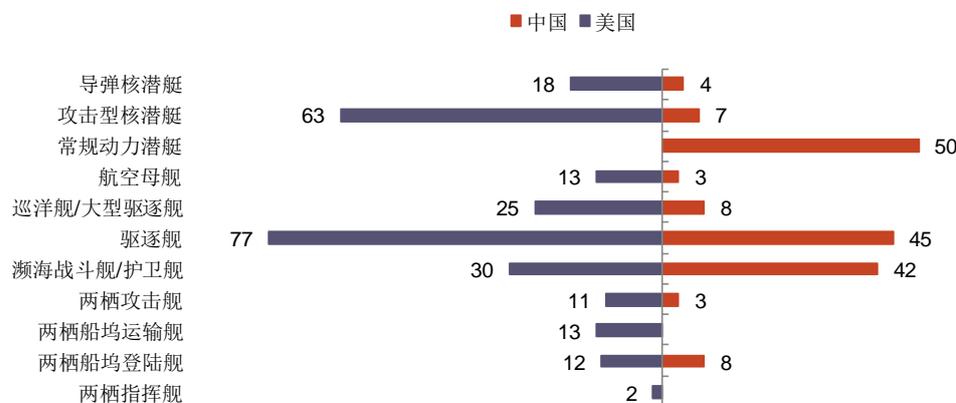
各沿海国家大多注重本国的海军发展及军舰研制。而因各国的国力、国防政策及海军的发展战略各有不同，各国海军的舰船装备配置也呈现出各有侧重。美国作为当今世界上唯一的超级大国，一直扮演着“世界警察”的角色，宣扬霸权主义和强权政治，因此其海军实力相比其他国家也保持着压倒性优势，以支撑其“能够同时打赢两场战争”的自我要求；俄罗斯虽然受到近年来经济发展不利的掣肘，但为了维护其大国形象及国际地位，其海军在国际舞台

上仍较为活跃，舰船装备水平在继承了原苏联的衣钵后仍不乏亮点；日本海上武装力量虽然名为自卫队，因该国较强的经济实力和制造业水平，以及其与美国在军事方面的协同关系，日本的海上力量仍在世界上跻身前列，且时常以所谓的“非战争军事活动”为由，迈出国门，跃跃欲试。

经过多年的发展和积累，中国海军舰船装备建设已取得了显著的成效。对2010年以来开始服役的新型号舰船进行统计梳理，可见近10年来，有多型先进的新型舰船装备开始入列使用。考虑每个型号的舰船一般情况下都会批量生产，而且如054A型护卫舰、052D型驱逐舰等现役主力型号仍在继续量产，中国海军的舰船装备在近年来的增强非常可观。

结合二十大报告提到的“如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队”的目标，我们可以通过将中国海军主要舰船装备与目前拥有世界最强海军实力的美国舰船装备进行比较，了解当前舰船装备在数量及先进程度方面的差距。

图 34：中国在各型主要作战舰船数量方面仍整体少于美国（单位：艘）



资料来源：Military Balance 2020，光大证券研究所统计，统计时间截止2019年末。注：统计中包括了在建舰船。

可见中国海军在远洋作战能力方面（航空母舰、驱逐舰等大型舰船数量）以及舰船装备的现代化水平方面（舰船动力、信息化、武器、舰载机等水平）与美国相比仍存在较大差距。我们判断，提升远洋作战能力及现代化水平是中国海军舰船未来的重要发展方向。

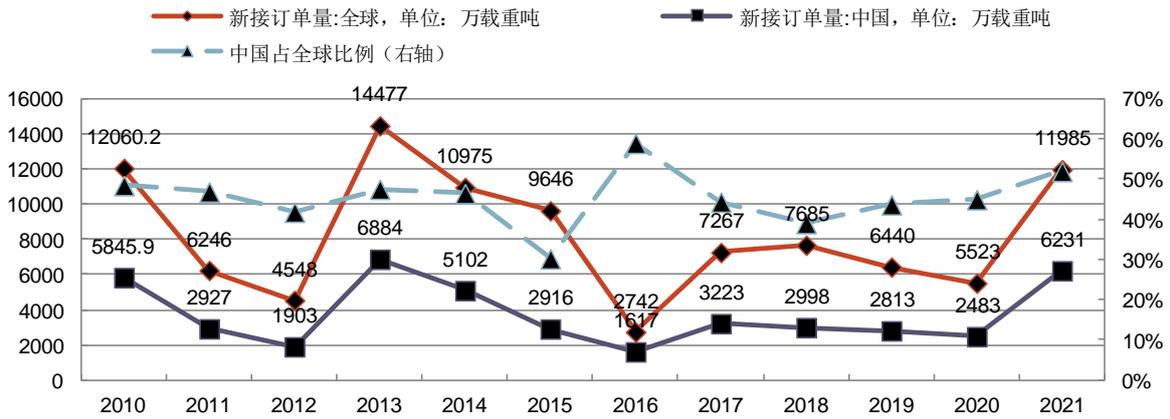
民船方面，由于下游航运需求的提升叠加环保要求提升，新造船市场回暖明显。

2021年国际船舶市场迎来了久违的成交量和成交价均大幅提升的繁荣景象。中国造船企业经过十多年的调整、转型和结构性改革之后，综合竞争力显著提升，并在近年的新造船市场中得到了充分体现。当前国际船舶市场新一轮周期性复苏持续推进，市场形势长期向好，为中国船舶工业实现更高水平的发展带来了新的历史性机遇。

据克拉克森初步统计，2021年全球新造船成交量约1.2亿载重吨，同比增长78%，时隔6年再次突破1亿载重吨；按修正总吨和金额计，成交量和成交额分别为4664万修正总吨和1071亿美元，同比分别增长95%和113%。新造船价格指数创出2009年底以来的最高水平，多数细分船型价格较2020年底上涨30%左右。

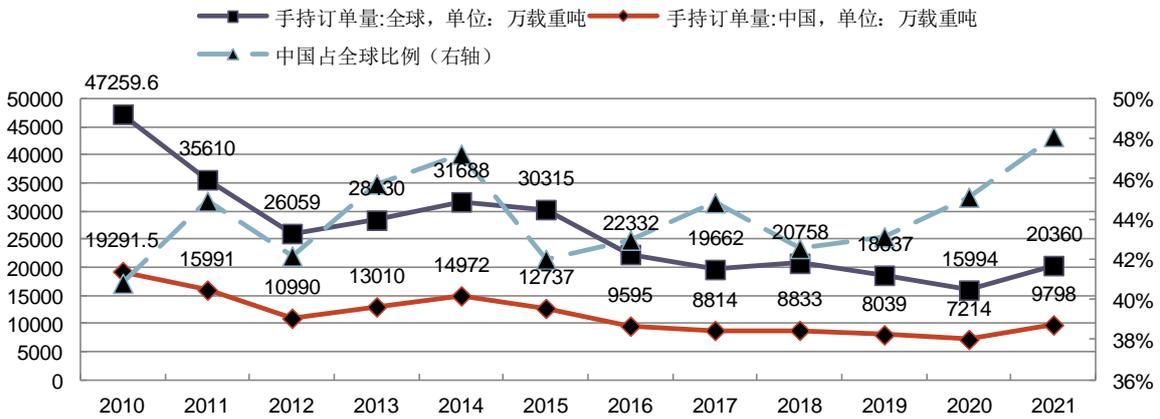
从2021年造船行业新接订单量、手持订单量、完工量三大指标来看，我国在全球均处于领先地位。

图 35：2021 年中国造船新接订单量按载重吨计算中国占比达到 52%



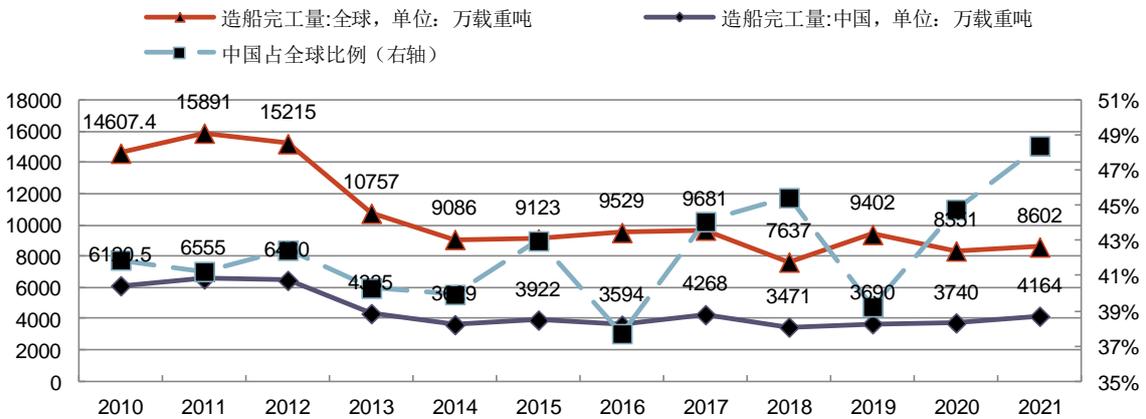
资料来源：Clarksons，光大证券研究所

图 36：中国造船手持订单量全球占比近年来持续上升



资料来源：Clarksons，光大证券研究所

图 37：近年中国造船完工量平均占全球造船市场 40%以上



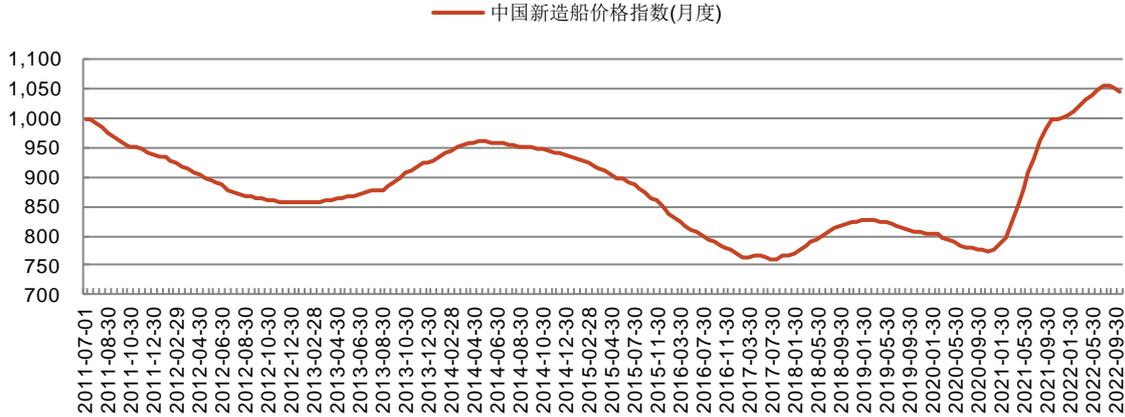
资料来源：Clarksons，光大证券研究所

2021 年，在市场供求关系明显好转的背景下，新船价格涨幅普遍在 30% 左右，新船价格指数在年末达到近 10 年以来新高。尽管 2021 年的新船成交量

低于 2013 年，但新造船价格显著高于 2013 年。这说明，在过去 10 年左右的周期性调整中，船舶工业产业结构已经得到极大程度的优化，过剩产能基本出清，造船市场供求关系趋于均衡，这为新造船价格的上涨和稳定在合理区间提供了根本性支撑，也为新周期的持续复苏奠定了坚实基础。

2022 年以来，新造船价格总体保持高位，至 10 月 30 日，中国新造船价格指数 CNPI 达到 1044 点。

图 38：新造船价格指数于 2021 年开始显著提升



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间为 2022 年 10 月 30 日

考虑未来海军装备的发展方向，以及当前民船市场新造船订单较多地集中于大型集装箱船以及新燃料技术相关船型，舰船主线我们推荐军民船建造技术领先的标的中国船舶，建议关注因新造船市场景气度提升而受益的公司中国船舶租赁，以及舰船主机厂中船防务、中国重工。

表 11：舰船产业链部分相关公司及其主要业务、产品

代码	公司简称	主要业务、产品
600150.SH	中国船舶	军民船造修、船用主机等
3877.HK	中国船舶租赁	船舶租赁
600685.SH、0317.HK	中船防务	军民船造修
601989.SH	中国重工	军民船造修、舰用配套设备等

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.5、重点推荐公司

1) 振华科技 (000733.SZ)

公司 2022 前三季度实现营收 57.0 亿元，同比+34.2%；归母净利润 18.6 亿元，同比+95.0%；单三季度实现营收 18.7 亿元，同比+30.3%，环比-4.3%；归母净利润 5.9 亿元，同比+34.1%，环比-11.3%。

产品结构升级&费用率控制，推动营收/利润双振：2022 前三季度毛利率 62.15%，同比+3.9pcts，主要受益于高可靠电子元器件产品市场持续向好，推动公司高附加值产品的逐步放量；归母净利润率 32.7%，同比+10.2pcts，一方面受益于毛利率改善带来的盈利能力提升，另一方面也受益于公司对期间费用率的良好控制：2022 年前三季度公司期间费用率合计 21.0%，同比-8.9pcts，其中管理费用率 10.2%，同比-7.6pcts，主要由于公司 2021 年为加快剥离国有企业社会职能和解决历史遗留问题一次性计提 2.3 亿元费用导致。

应收账款大幅增厚助力年末现金回流，在建工程/使用权资产预示产能持续扩张：截至 2022 年 9 月 30 日，公司应收账款 40.3 亿元，同比+47.9%，主要由于新型电子元件板块企业销售增长所带来，结合行业年底回款的特点，预计将在四季度助力改善公司现金流；在建工程 3.5 亿元，较年初+44.7%，使用权资产 2866 万，较年初+101.2%，预示公司正在加快产能布局，在行业高景气度的大背景下，随着后续产能的释放有望进一步抬升公司营收规模。

国资委&国防科工局批复定增方案，未来预期进一步增强：2022 年 10 月 11 日，公司定增事项收到国务院国资委、国家国防科技工业局同意批复。定增拟募资不超过 25.18 亿元，用于加速半导体功率器件产能、混合集成电路柔性制造产能、新型阻容元件产能、继电器及控制组件产能和开关及显控产能的相关布局。通过新一轮项目的募资建设，公司有望进一步把握市场机遇，提高行业综合竞争实力。

盈利预测、估值与评级：公司 2022 年三季报表现优秀，作为军用元器件龙头企业有望持续受益于“国家安全发展”大背景下的市场持续高景气，叠加后续产能持续释放带来的规模效应进一步增厚公司盈利能力。我们维持 2022E/2023E/2024E 盈利预测 22.03 亿元/27.19 亿元/32.59 亿元，对应 EPS 分别约 4.25/5.25/6.29 元，当前股价对应 PE 分别为 27/22/18X。维持“买入”评级。

风险提示：新型高可靠产品研发进度不及预期的风险；防务电子元器件市场竞争加剧带来的竞争风险；国防政策调整风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,949.73	5,655.97	7,232.41	8,817.94	10,488.51
营业收入增长率	7.67%	43.20%	27.87%	21.92%	18.95%
净利润 (百万元)	605.57	1,490.96	2,203.41	2,719.35	3,258.50
净利润增长率	103.48%	146.21%	47.78%	23.42%	19.83%
EPS (元)	1.17	2.88	4.25	5.25	6.29
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.14%	20.04%	23.22%	22.70%	21.79%
P/E	98	40	27	22	18
P/B	9.9	8.0	6.3	5.0	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

2) 中航光电 (002179.SZ)

公司 2022 年前三季度实现营收 124.54 亿元，同比增长 26.09%；实现归母净利润 22.84 亿元，同比增长 40.74%；单三季度实现营收 42.63 亿元，同比增长 32.65%；实现归母净利润 7.75 亿元，同比增长 52.33%。

毛利率稳中略降/费用良好管控，业绩加速释放：公司前三季度毛利率 36.9%，同比下降 1.3pcts；单三季度来看，公司毛利率 35.8%，同比下降 1.2pcts。得益于管理层良好的费用控制，公司前三季度期间费用率同比下降 3.1pct 至 14.6%，其中汇率变动导致财务费用为-2.12 亿元；研发费用率同比减少 0.4pct 至 8.8%，绝对数值上来看，公司前三季度研发费用 10.9 亿元，同比增加 20.7%。毛利率的稳定叠加费用的良好管控，公司前三季度/单三季度净利率分别为 19.6%/19.5%，同比分别增长 2.2pcts/2.5pcts，助力业绩加速释放。

资产负债项目走强，为业绩进一步释放保驾护航：资产负债表项目来看，预付账款 1.2 亿，较年初增长 114.0%，主要由于预付材料款增加所致；其他流动资产 1.8 亿，较年初增长 168.0%，主要由于预付工厂设备款增加所致。资产负债表相关科目的强势，预示着公司在手订单饱满，下游需求旺盛；随着公司产能的持续释放，公司业绩有望保持高速增长。

第三期股权激励计划拟定，彰显公司发展决心：9 月 22 日，公司公布第三期股权激励草案，此次激励拟授予总计 4192.6 万股，占总股本 2.64%，授予价格 32.37 元/股。本次限制性股票包涵多重解锁条件：1) 以公司 2021 年业绩为基数，2023/2024/2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%，且不低于公司设定对标公司的 75 分位值；2) 2023/2024/2025 年净资产收益率不低于 13.8%，且不低于公司设定对标公司的 75 分位值；3) 2023/2024/2025 年 EVA 指标完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0。多维度绩效目标考核充分彰显公司发展信心与决心。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2022-2024 年的盈利预测 26.22 亿元/33.00 亿元/41.05 亿元，2022-2024 年 EPS 分别为 1.65/2.08/2.58 元，当前股价对应 PE 分别为 35/28/23X。受益于国防装备、通信、新能源汽车、轨道交通等国家重点发展行业的增长，公司收入规模、利润水平有望维持较好增长；同时考虑公司领先的行业地位以及当前的估值水平，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济影响下市场需求下降的风险；新型高可靠产品研发进度不及预期的风险；防务连接器市场竞争加剧带来的竞争风险；通信、新能源汽车等民用领域市场拓展不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,305.22	12,866.86	16,072.16	19,892.10	24,343.89
营业收入增长率	12.52%	24.86%	24.91%	23.77%	22.38%
净利润 (百万元)	1,439.08	1,991.00	2,621.70	3,300.11	4,104.90
净利润增长率	34.36%	38.35%	31.68%	25.88%	24.39%
EPS (元)	0.91	1.25	1.65	2.08	2.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.78%	13.34%	15.48%	16.96%	18.18%
P/E	65	47	35	28	23
P/B	6.6	4.3	5.5	4.8	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

注：EPS 按最新股本摊薄计算

3) 宏达电子 (300726.SZ)

公司 2022 年前三季度实现营收 16.81 亿元，同比增长 9.49%；实现归母净利润 6.62 亿元，同比增长 3.58%；单三季度来看，公司实现营收 5.78 亿元，同比-5.62%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比-11.60%。

下游需求放缓影响公司营收节奏，产品结构调整带来毛利率波动：受下游需求释放节奏的影响，公司单三季度营收增速放缓；毛利率来看，公司前三季度毛利率 67.37%，同比下降 1.70pcts；单三季度毛利率 62.95%，同比下降 4.78pcts，毛利率的下降主要由于低附加值产品占比提升。

费用优化彰显管理能力，研发投入保障核心竞争力：得益于内部管理的持续优化，公司 2022 年前三季度期间费用率为 16.82%，同比下降 1.94pcts，其中销售费用率同比下降 4.92pct 至 4.55%，主要由于项目奖金减少所致；财务费用-372 万元，主要由于银行利息收入增加导致；研发费用率方面，公司前三季度研发费用率大幅增加 2.49pcts 至 7.38%，绝对金额 1.24 亿，同比增加 65.30%，持续走高的研发费用投入，为公司的核心竞争力提供保障。

资产负债项目预示未来向好：截至三季度末，公司预付款项 5659.6 万元，较年初增长 81.72%，主要由于公司备货预付供应商原材料款增加所致；应收账款 15.4 亿元，较年初增长 93.01%，主要是行业特性，回款主要集中在四季度所致；应付账款 4.5 亿元，较年初增长 39.64%，主要由于公司销售量增长，应付供应商款项同步增长。资产负债表项目的良性变化一方面展示出行业高景气，另一方面也表明公司正在积极备货，未来营收增长可期。

募投项目提升非钽业务产能，推动产品横向布局：公司于 2021 年 9 月发布定增注册稿，募集资金总额 10 亿元，用于微波电子元器件生产基地建设项目、研发中心建设项目和补充流动资金。微波电子元器件生产基地建设项目达产后，公司预计将新增陶瓷电容器产能 20 亿只/年，新增环行器及隔离器产能 150 万只/年，每年增加 5.06 亿元营业收入。公司迎合智能化制造与国产替代的需要，抓住新能源汽车、5G 通信等行业发展契机，横向拓展非钽业务，培育新的利润增长点。

盈利预测、估值与评级：我们认为，短期需求波动不改长期行业逻辑，随后续项目的持续推进以及下游需求的逐步修复，公司仍将保持良好增速。我们维持公司 2022-2024 年的盈利预测 10.08/12.41/14.68 亿元，2022-2024 年 EPS 分别达到 2.45/3.01/3.56 元，当前股价对应 PE 分别为 18/15/12X。结合当前估值水平，维持公司“买入”评级。

风险提示：高可靠产品销量不及预期的风险；高可靠产品毛利率下降的风险；国外疫情逐渐得到控制后竞争对手产能恢复导致民品价格回落、毛利率下降的风险；新产品市场拓展进度不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,400.86	2,000.35	2,500.44	3,000.53	3,510.61
营业收入增长率	65.97%	42.79%	25.00%	20.00%	17.00%
净利润 (百万元)	483.78	816.07	1,007.68	1,240.84	1,468.06
净利润增长率	65.12%	68.68%	23.48%	23.14%	18.31%
EPS (元)	1.21	1.98	2.45	3.01	3.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.89%	21.13%	21.80%	22.30%	22.02%
P/E	37	22	18	15	12
P/B	8.4	4.7	4.0	3.3	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

4) 航天电器 (002025.SZ)

公司 2022 前三季度实现营收 47.06 亿元，同比增长 25.57%，实现归母净利润 4.42 亿元，同比增长 12.12%；单三季度实现营收 16.36 亿元，同比增长 16.39%，实现归母净利润 1.38 亿元，同比基本持平。

毛利率因成本上涨而同比下降，期间费用率小幅下降：因生产所需的金属、化工材料供货价格上涨，公司 2022 年前三季度毛利率同比下降 1.90pcts 至 32.09%，单三季度毛利率同比下降 2.31pcts 至 31.18%。得益于公司良好的经营管理，前三季度期间费用率同比下降 1.44pcts 至 16.54%，拆分来看，销售费用率同比下降 0.25pcts 至 1.92%；管理费用率同比下降 1.29pcts 至 6.52%；财务费用率同比下降 0.26pcts 至 -0.47%；公司持续加码研发，2022 前三季度研发费用率同比微增 0.36pcts 至 8.56%，绝对净额来看同比大幅增加 33.80%至 4.03 亿元。综合来看，前三季度公司归母净利率同比下降 1.31pcts 至 9.39%。

定增项目落地，后续发展可期：2021 年 8 月公司通过定增的方式募集资金 14.31 亿元，用于特种连接器、特种继电器产业化建设项目，年产 153 万只新基建用光模块项目，年产 3976.2 万只新基建等领域用连接器产业化建设项目，贵州林泉微特电机产业化建设项目，收购航天林泉经营性资产等五个项目及补充流动资金。项目建设期为 3 年，全部达产后，公司预计可带来 20 亿元以上的收入，为后续发展奠定了基础。

开展股权激励，助力业绩释放：公司于 2022 年 11 月 4 日公告，拟向激励对象授予不超过 452.6 万股限制性股票（占总股本约 0.999%），授予价格 46.73 元/股。本次限制性股票包涵多重解锁条件：1) 以公司 2021 年业绩为基数，2023/2024/2025 年扣非归母净利润复合增长率分别不低于 14%/14.5%/15%，且不低于公司设定对标公司的 75 分位值或同行业平均业绩水平；2) 2023/2024/2025 年净资产收益率分别不低于 11.2%/11.3%/11.4%，且不低于公司设定对标公司的 75 分位值或平均业绩水平；3) 2023/2024/2025 年 Δ EVA 大于 0。激励计划的后续落地有利于充分调动公司管理层、核心骨干的工作积极性，有助于公司后续业绩释放。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2022-2024 年的盈利预测 6.35 亿元/7.88 亿元/9.45 亿元，2022-24 年 EPS 分别为 1.40/1.74/2.09 元，当前股价对应 PE 分别为 49/39/33X。受益于国防建设的持续推进以及武器装备信息化水平的不断提升，公司收入、盈利有望实现持续提升；并且考虑定增项目为支撑公司未来业绩增长提供的空间，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济影响下市场需求下降的风险；新型高可靠产品研发进度不及预期的风险；防务连接器市场竞争加剧带来的竞争风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,218.41	5,037.85	6,134.57	7,367.07	8,732.08
营业收入增长率	19.38%	19.43%	21.77%	20.09%	18.53%
净利润 (百万元)	433.59	487.24	634.58	787.76	945.31
净利润增长率	7.80%	12.37%	30.24%	24.14%	20.00%
EPS (元)	0.96	1.08	1.40	1.74	2.09
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.73%	9.29%	10.96%	12.19%	13.01%
P/E	72	64	49	39	33
P/B	8.6	5.9	5.4	4.8	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

5) 国睿科技 (600562.SH)

公司 2022 年前三季度实现营收 20.2 亿元，同比下降 14.7%，实现归母净利润 3.62 亿元，同比上升 38.8%；单三季度来看，公司实现营收 5.4 亿元，同比下降 24.7%，实现归母净利润 0.69 亿元，同比下降 16.7%。

收入同比承压，盈利能力提升显著：受疫情、国际局势的影响，公司营收同比承压。公司 2022 年前三季度毛利率 31.66%，同比大幅提升 8.57pcts，单三季度来看，公司毛利率 30.26%，同比增加 7.24pcts，主要因为高附加值产品军贸雷达的交付增加。

国际形势演变加剧，新冠疫情影响减弱，国际军贸市场或愈发活跃：当前国际政治、安全形势复杂多变，俄乌冲突开始以来，部分国家及地区计划提升防务开支以应对可能存在的安全问题。而受制于产业链完整性，科技、工业水平等方面原因，一些国家及地区只能通过军贸采购的方式获得武器装备。例如，巴基斯坦近期决定进一步增加从中国引进歼 10CE 型战斗机的采购数量；阿根廷也有意引进中国战斗机“枭龙”。随着新冠疫情影响逐渐减弱，国际军贸市场复苏，国睿科技军贸规模有望进一步提升。

关联交易预计值显示公司对业绩增长有较好预期：21年末，公司预付账款增加、经营活动现金流同比降低的主要原因是子公司国睿防务与供应商结算货款增加，体现出公司为后续生产提前进行了积极准备。公司在 2022 年日常关联交易预计中，“预计向关联方中电科十四所及其控股子公司销售产品、商品、提供劳务”金额为 23.56 亿元，与 2021 年实际发生金额 15.67 亿元相比，提升了 50.35%，公司解释为预计 2022 年通过与十四所关联交易形式的雷达业务交付规模增加。雷达业务是公司收入、利润贡献最大的业务，上述关联交易科目 22 年预计值的提升，体现出公司对雷达业务及整体业绩增长的较好预期。

斩获新订单，巩固行业优势地位：2022 年 10 月 27 日，公司公告子公司国睿防务拟与电科国际签订某型雷达系统项目销售合同，合同总额暂定为 1.42 亿美元（含税，其中部分交付物以人民币定价）。新订单的斩获，将助力公司进一步巩固行业领先地位，也为公司后续营收/业绩增长注入新动能。

盈利预测、估值与评级：公司 2022 年前三季度归母净利润实现了较好的增长，我们维持公司 2022-2024 年盈利预测 6.46/7.61/8.78 亿元，2022-24 年 EPS 分别为 0.52/0.61/0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 34/29/25X。公司是 A 股防务雷达龙头，受益于国内防务信息化水平的持续提升及工业软件国产化水平的提升，以及响应国企改革的要求，经营效率及盈利能力有望持续提高。结合当前估值水平，维持公司“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，国际形势变化风险，新冠疫情持续演变风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,605.53	3,432.16	4,142.86	4,868.57	5,577.19
营业收入增长率	210.74%	-4.81%	20.71%	17.52%	14.56%
净利润 (百万元)	466.47	525.93	645.50	760.98	878.24
净利润增长率	1021.30%	12.75%	22.73%	17.89%	15.41%
EPS (元) (按最新股本计)	0.38	0.42	0.52	0.61	0.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.81%	11.16%	12.41%	13.20%	13.69%
P/E	47	42	34	29	25
P/B	5.1	4.7	4.2	3.8	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

6) 中航高科 (600862.SH)

公司 2022 年前三季度实现营收 33.64 亿元，同比增长 18.02%，实现归母净利润 6.71 亿元，同比增长 18.05%；单三季度实现营收 10.65 亿元，同比增长 16.19%，归母净利润 1.95 亿元，同比增长 5.62%。

盈利能力稳定，费用控制向好：2022 年前三季度，公司毛利率 32.98%，同比增加 0.13pcts，单三季度来看，公司毛利率 31.82%，同比下降 0.76pcts。费用管理来看，公司前三季度期间费用率 9.05%，同比下降 0.26pcts，具体来看，销售费用率 0.59%，同比下降 0.25pcts，管理费用率 6.56%，同比基本持平，财务费用-2054 万元，较去年同期减少 1097 万元，主要由于子公司航空工业复材财务费用较去年同期下降 961 万元所致；公司持续加码研发，研发费用率同比增加 0.31pcts 至 2.51%，绝对净额同比增加 34.82%至 8432 万元。综合影响下，公司前三季度/单三季度归母净利率分别为 19.95%/18.34%，同比分别+0.05pcts/-1.83pcts。

新材料业务表现持续亮眼，机床业务暂时承压：受益于复合材料原材料产品交付增长，公司前三季度航空新材料业务实现营收 33.21 亿元，同比增长 19.78%（其中航空工业复材同比增加 21.44%），实现归母净利润 7.09 亿元，同比增长 12.61%（其中航空工业复材同比增长 14.98%）；而由于疫情反复、供应链转运等不利影响，公司机床装备业务实现营收 3678 万元，同比下降 55.78%，实现归母净亏损 2959 万元，同比增亏 775 万元，增亏主要源自产品交付下降以及固定费用摊销导致毛利润同比下降 823 万元。

资产负债项目走强，行业景气持续：截至三季末，公司预付账款较年初增长 60.36%，主要由于子公司航空工业复材预付材料款 1600 万元、设备款 5000 万元所致，彰显公司订单充足，积极备货；使用权资产较年初增长 38.98%，主要由于子公司优才百慕及航空工业复材新增租赁厂房所致，侧面说明公司积极筹备产能扩张。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2022-2024 年的盈利预测 7.73 亿元/9.43 亿元/11.38 亿元，2022-2024 年 EPS 分别为 0.56、0.68、0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 44/36/30X。考虑公司在国内航空复合材料领域的优势地位，以及新型军机放量、新材料国产化替代趋势有望为公司业绩提升带来契机，维持“买入”评级。

风险提示：国防事业及民用航空市场需求受国家政策及宏观经济波动影响的风险；市场竞争导致优势地位下降的风险；技术创新速度不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,911.74	3,807.62	4,643.87	5,677.48	6,840.02
营业收入增长率	17.72%	30.77%	21.96%	22.26%	20.48%
净利润 (百万元)	430.90	591.41	773.34	943.17	1,138.04
净利润增长率	-21.88%	37.25%	30.76%	21.96%	20.66%
EPS (元) (按最新股本计)	0.31	0.42	0.56	0.68	0.82
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.84%	12.22%	14.23%	15.35%	16.26%
P/E	80	58	44	36	30
P/B	7.9	7.1	6.3	5.6	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

7) 光威复材 (300699.SZ)

公司 2022 前三季度实现营收 19.40 亿元，同比下降 1.14%，实现归母净利润 7.50 亿元，同比增长 21.36%；单三季度实现营收 6.26 亿元，同比下降 7.87%，实现归母净利润 2.45 亿元，同比增长 32.86%。

综合毛利率显著提升，期间费用率控制良好：公司 2022 年前三季度综合毛利率为 52.56%，同比提升 4.95pcts，单三季度毛利率 47.30%，同比提升 5.23pcts，主要原因可能为碳纤维及织物业务中非定型产品毛利水平较高，一定程度弥补了定型产品降价的影响；碳梁业务、预浸料业务毛利率提升。公司前三季度期间费用率合计 8.08%，较去年同期下降 5.53pcts，拆分来看，销售费用率较去年同期下降 0.28pcts 至 0.74%，管理费用率较去年同期上涨 1.45pcts 至 4.10%，主要由于业务招待费、职工薪酬及股份支付费用同比增加导致，财务费用为-9932 万元，去年同期 953 万元，主要由于汇率波动形成的汇兑收益所致；公司研发费用持续走高，绝对净额同比增加 7.16%至 1.62 亿元，研发费用率同比增长 0.65pcts 至 8.36%。

生产任务饱满，大合同执行顺利：分产品来看，公司前三季度碳纤维（含织物）实现营收10.87亿元，同比增长3.65%；风电碳梁业务虽受原材料价格和行业的动态变化影响，但总体表现与上年同期持平，实现营收5.36亿元；预浸料业务实现营收2.29亿元，同比下降20.33%，剔除风电预浸料业务影响，22年前三季度预浸料业务实现同比增长11.94%；复合材料制品业务受收入确认节奏影响，实现营收4612万元，同比下降18.44%；机械装备业务实现营收2468万元，同比增长14.71%；光晟科技相关项目目前多处于开发、验证阶段，尚未形成量产业务，22年前三季度实现开发性收入1009万元。定型纤维销售合同（合同期2022年1月1日-2024年6月30日）的合同执行率为32.27%（半年报披露为26.25%），即执行率超过时间进度，体现出公司正在加速执行合同内容。

新产品推进顺利，业绩释放未来可期：截至三季度末，公司 CCF700G 碳纤维产品历经十余年验证通过装机评审，成为我国某重要机型的配套材料供应商，并已开始生产供货；公司 2013 年开发成功的 T800H 级碳纤维产品已经完成验证的主体工作并转入验收程序。

盈利预测、估值与评级：在新冠疫情反复的影响下，公司积极应对，争取产品及时交付。我们维持对公司 2022-24 年的预测，净利润 9.81 亿元/11.87 亿元/13.93 亿元，2022-24 年 EPS 分别为 1.89/2.29/2.69 元，当前股价对应 PE 分别为 37/31/26X。在国内战机更新换代、发动机国产化替代等需求的牵引下，公司未来发展可长期看好；结合当前估值水平，维持公司“买入”评级。

风险提示：军品价格可能下调导致盈利能力下降的风险；原材料价格上涨导致盈利能力下降的风险；新产品研发及新市场拓展进度不及预期的风险；市场竞争导致订单减少的风险；疫情控制情况不及预期影响公司海外业务的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,115.52	2,607.31	3,233.54	3,958.48	4,764.52
营业收入增长率	23.36%	23.25%	24.02%	22.42%	20.36%
净利润（百万元）	641.71	758.38	981.33	1,186.94	1,393.32
净利润增长率	22.98%	18.18%	29.40%	20.95%	17.39%
EPS（元）（按最新股本计）	1.24	1.46	1.89	2.29	2.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.65%	18.29%	20.16%	20.75%	20.77%
P/E	57	48	37	31	26
P/B	10	9	8	6	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

8) 中航沈飞 (600760.SH)

公司 2022 年前三季度实现营收 302.79 亿元，同比增长 20.58%，实现归母净利润 17.40 亿元，同比增长 22.56%；单三季度来看，公司实现营收 104.67 亿元，同比增长 15.59%，实现归母净利润 6.22 亿元，同比增长 25.98%。

营收增长稳定，费用控制良好：公司 2022 年前三季度毛利率 9.51%，同比提升 0.31pcts，单三季度毛利率 9.12%，同比下降 0.74pcts。期间费用方面，2022 前三季度销售费用 0.07 亿元，同比下降 45.90%，管理费用 5.16 亿元，同比上涨 9.60%，财务费用-2.74 亿元，去年同期-1.61 亿元。公司 2022 前三季度研发费用 5.3 亿元，同比增加 37.78%。综合影响下，公司前三季度净利率 5.75%，同比基本持平，单三季度净利率 5.94%，同比增长 0.33pcts。

积极备产，行业高景气持续维持：至 2022 三季度末，公司应付账款较年初增加 107.44 亿元，主要由于采购增加所致，反映公司备产积极；在建工程较年初增加 4.02 亿元，增长率为 41.80%，主要为项目投入增加所致。公司作为下游主机厂，持续扩张产能，积极备产是航空行业总体高景气的表现。

收购吉航维修，产业链纵向延伸：公司 2022 年 4 月 29 日公告，拟以 1.57 亿现金收购沈飞企管持有的吉利航空维修有限责任公司 60.00%的股权，并以现金方式向吉航公司增资 2.00 亿元，交易完成后，公司将持有吉航公司 77.35% 股权并成为控股股东。本次收购将助力公司建立航空维修保障能力建设项目，构建面向装备全寿命周期的维修体系，完成产业链纵向延伸，促进“研、造、修”一体化发展。

盈利预测、估值与评级：我们维持预测公司 2022-2024 年盈利 21.87/26.95/32.16 亿元，2022-2024 年 EPS 分别为 1.12/1.37/1.64 元，当前股价对应 PE 分别为 58/47/39X。在国内战斗机更新换代、发展航空母舰等需求的牵引下，公司作为国内战斗机生产的龙头企业，收入规模及盈利水平有望持续提升，维持“增持”评级。

风险提示：供应配套不及时的风险；质量控制不到位引发的质量风险；技术创新不达预定目标的风险；客户订单受国防政策及军事装备采购投入影响的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	27,315.91	34,088.36	42,197.01	51,411.98	61,630.97
营业收入增长率	14.96%	24.79%	23.79%	21.84%	19.88%
净利润 (百万元)	1,480.20	1,695.72	2,186.92	2,694.98	3,216.41
净利润增长率	68.63%	14.56%	28.97%	23.23%	19.35%
EPS (元)	0.76	0.86	1.12	1.37	1.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.59%	14.86%	16.94%	18.30%	19.09%
P/E	86	75	58	47	39
P/B	8.9	11.1	9.8	8.6	7.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

9) 广东宏大 (002683.SZ)

公司 2022 年前三季度实现营收 68.66 亿元，同比增长 18.67%，实现归母净利润 3.91 亿元，同比增长 15.26%；单三季度来看，公司实现营收 25.06 亿元，同比增长 12.17%，实现归母净利润 1.39 亿元，同比+8.32%。

毛利率相对稳定，成本管控颇有成效：2022 年前三季度公司综合毛利率 19.83%，同比下降 0.17pcts，基本保持平稳；成本管控方面，公司前三季度期间费用率总计 9.59%，较去年同期下降 0.29pcts；其中研发投入同比增加 21.54%至 2.16 亿元，为公司维持行业竞争力保驾护航。

资产负债表科目向好，未来发展可期：截至 2022 年三季度末，公司存货 5.3 亿元，较年初增长 24.71%；合同负债 1.74 亿元，较年初增长 175.66%，主要由于预售工程款的增加。资产负债表科目趋势向好，标志着公司订单旺盛，积极备货生产，为未来营收/业绩释放提供基础。

国际市场业务稳步推进，加强防务产品产业链配套能力：公司持续加大研发投入，稳步推进国际市场业务；启动总装厂建设项目；参与设立了广东省军工集团有限公司，未来有望在技术、市场、资本等层面给公司带来积极影响。由于疫情防控原因，导致部分产品外贸进展慢于预期，极大影响了防务装备板块业务的发展。而随着俄罗斯对乌克兰发起特别军事行动，世界安全不确定性大幅提升，国内武器装备凭借较好的性价比优势，存在在国际军贸市场扩大份额的可能性，公司国际市场业务有望迎来良好机遇。2022 年 5 月，公司设立广东宏大制导技术有限公司（“宏大制导”），占 51%股权。宏大制导主要从事精确技术研发与应用。设立宏大制导，有利于公司与合作方形成优势互补扩充军产业链。

盈利预测、估值与评级：我们维持盈利预测，预计公司2022-2024 年归母净利润分别为5.80、6.88、8.05 亿元，EPS 分别为0.77、0.92、1.08 元，当前股价对应PE分别为37X、31X、27X。公司目前在国内民爆领域处于龙头地位，随着行业整合，有望进一步巩固优势，增强盈利能力；军贸业务稳步推进，以及公司计划拓展国内防务业务，有望为公司业绩增长增添新的驱动力；维持“增持”评级。

风险提示：防务装备业务竞争加剧导致增速放缓的风险；矿服民爆安全生产方面风险；民爆器材原材料涨价的风险；军贸业务市场开拓进展不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,394.86	8,526.48	9,617.02	10,768.40	11,968.20
营业收入增长率	8.34%	33.33%	12.79%	11.97%	11.14%
净利润 (百万元)	403.76	480.20	580.14	688.38	805.32
净利润增长率	31.61%	18.93%	20.81%	18.66%	16.99%
EPS (元) (按最新股本计)	0.54	0.64	0.77	0.92	1.08
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.65%	8.58%	9.75%	10.79%	11.68%
P/E	53	45	37	31	27
P/B	4.1	3.8	3.6	3.4	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

10) 中国船舶 (600150.SH)

公司 2022 前三季度实现营收 385.92 亿元，同比增加 0.96%，实现归母净利润 14.63 亿元，同比+256.35%，主要由于转让中船动力集团的控制权带来净利润 12.02 亿元；单三季度公司实现营收 146.17 亿元，同比增长 31.39%，实现归母净利润 12.67 亿元，同比增加 740.68%，扣非净亏损 0.67 亿元。

H1 新签订单量任务过半，完工交付量相比略有差距：22H1 公司造船业务共承接民品船舶订单 50 艘/383.4 万载重吨，吨位数完成年计划的 83.29%。截至 6 月 30 日，公司累计手持民船造船订单 239 艘/2075.47 万载重吨。22H1 造船业务完工交付民品船舶 30 艘/331.18 万载重吨，吨位数完成年计划的 48.87%。

动力业务剥离，分工明确细化：公司公告关联方中国动力的全资子公司中船柴油机，拟以自身股权作为对价收购公司持有的中船动力集团 63.77%股权、中船工业集团持有的中船动力集团 36.23%股权。通过本次交易，公司持有中船柴油机 31.63%股权，不再持有中船动力集团股权，中船动力集团将不再纳入公司合并报表范围，公司通过参股中船柴油机间接享有柴油机动力相关业务未来发展的经营收益，有利于明确中国船舶、中国动力两家上市公司主业定位。

10 亿大订单意向书落地，造船持续景气：公司 10 月 25 日公告，公司全资子公司江南造船与某新加坡船东签订了 2 艘 17.5 万立方米 LNG 运输船建造合同意向书，分别与两家香港船东签订了共 4 艘 98000 立方米超大型乙烷运输船 (VLEC) 建造合同意向书，具体来看：1) 二艘 17.5 万立方米 LNG 运输船，合同总额：约 4.6 亿美元，预计交船期：2027 年 7 月底前；2) 二艘 98000 立方米超大型乙烷运输船 (VLEC)，合同总额：约 2.7 亿美元，预计交船期：2026 年 1 月底前；3) 二艘 98000 立方米超大型乙烷运输船 (VLEC)，合同总额：约 2.7 亿美元，预计交船期：2025 年 10 月底前。充分表明造船行业高景气。

盈利预测、估值与评级：我们维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.22/27.09/73.51 亿元，EPS 分别为 0.16/0.61/1.64 元，当前股价对应的 PE 分别为 157/42/15X。我国正由造船大国向造船强国转变，公司作为先进船舶制造的龙头，积极推进节能环保及高端船型，在国内乃至全球占据领先地位。21 年公司新接较多高价订单，后续随产品交付，有望迎来收入规模及利润水平的大幅提升。维持公司“**增持**”评级。

风险提示：民船业务需求减少的风险；市场竞争风险；主要原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；业务管理的风险；安全生产的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	55,243.54	59,740.43	64,053.03	77,805.60	93,808.40
营业收入增长率	138.78%	8.14%	7.22%	21.47%	20.57%
净利润 (百万元)	305.80	213.81	722.25	2,708.83	7,350.95
净利润增长率	-24.45%	-30.08%	237.79%	275.06%	171.37%
EPS (元)	0.07	0.05	0.16	0.61	1.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.67%	0.46%	1.54%	5.48%	12.94%
P/E	371	530	157	42	15
P/B	2.5	2.5	2.4	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

11) 苏试试验 (300416.SZ)

公司 2022 前三季度实现营收 12.60 亿元，同比增长 19.21%，实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 35.95%；单三季度公司实现营收 4.61 亿元，同比增长 20.68%，实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 45.13%。

毛利率修复，期间费用率同比下降：公司 2022 年前三季度综合毛利率 46.41%，同比上升 1.11pcts，单三季度毛利率 49.65%，同比提升 2.99pcts，估计是业务结构占比优化带来毛利率的同比上涨（高毛利业务环境可靠性试验服务业务的收入增幅更大）；费用控制来看，公司 2022 前三季度期间费用率总计 27.93%，同比下降 1.79pcts，管控效果较为显著。其中，销售费用率同比下降 0.51pcts 至 5.99%，管理费用率同比下降 0.59pcts 至 12.54%，财务费用率同比下降 0.93pcts 至 2.15%；公司长期重视研发，2022 前三季度研发费用率同比增加 0.24pcts 至 7.26%，绝对金额上看，研发费用同比增加 23.29%至 9148 万元。得益于毛利率的持续改善，叠加有效的成本管控，公司 2022 前三季度净利率同比增加 1.74pcts 至 14.17%。

有序扩建产能，为后续发展提前布局规划：公司 2020 年建设北方检测中心项目及武汉实验室项目，加强华北地区结构强度等试验服务，以及华中地区整车环境与可靠性试验服务的技术水平。2021 年重点推进苏州及北京实验室的扩建，扩充试验设备，进一步提升公司在集成电路材料分析、元器件故障失效分析、元器件可靠度验证分析及元器件性能测试等方面的试验服务能力，提高试验服务效率，支撑公司未来试验服务业务的增长。

盈利预测、估值与评级：22 年公司部分业务阶段性受到疫情反复的影响，考虑到公司下游多为科研机构、军工央企等客户，需求较为稳定，预计疫情稳定后业务有望实现恢复。维持公司 2022-2024 年归母净利润 2.69、3.56、4.46 亿元的盈利预测，EPS 分别为 0.73、0.96、1.20 元，当前股价对应 PE 分别为 42X、32X、25X。公司目前形成设备制造与检测服务深度融合、双轮驱动的发展局面，看好公司业绩、估值的上升空间。维持公司“买入”评级。

风险提示：检测行业市场竞争加剧的风险；业务规模不断扩张导致的管理风险，行业政策变动的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,184.84	1,501.64	1,919.67	2,399.81	2,928.77
营业收入增长率	50.34%	26.74%	27.84%	25.01%	22.04%
净利润（百万元）	123.41	190.03	269.25	356.04	445.50
净利润增长率	41.37%	53.98%	41.69%	32.24%	25.13%
EPS（元）	0.33	0.51	0.73	0.96	1.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.07%	11.09%	13.88%	15.91%	17.08%
P/E	91	59	42	32	25
P/B	6.0	5.0	5.8	5.0	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29

4、风险分析

(1) 政策风险

国家对未来形势的判断和指导思想决定了国防军工行业的发展前景。军工企业产销规模与国家国防政策密切相关，若国家调整国防政策，改变国防投入规模，会直接影响到行业产销规模。

(2) 市场竞争导致营收及利润下降的风险

国内军工市场逐步降低准入资质要求，使得竞争愈发激烈。从业企业有可能因缺乏竞争力导致市场份额降低，营收及利润下降。

(3) 研发速度不及预期的风险

军工产品技术复杂、涉及知识技术领域广，研发进展存在不及预期的可能。

(4) 主要原材料价格波动风险

军工企业大多为制造业企业，受宏观经济及供需情况变化，以及新冠肺炎疫情影响，生产所需的主要原材料价格可能出现波动，对生产经营构成风险。

表 12：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

子行业	产业链位置	证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(X)			总市值(亿元)	投资评级	
					21A	22E	23E	21A	22E	23E		本次	变动
航空	主机厂	600760.SH	中航沈飞	64.71	0.86	1.12	1.37	75	58	47	1269	增持	维持
	主机厂	600893.SH	航发动力	44.90	0.45	0.53	0.65	101	85	69	1197	增持	维持
	系统设备	002985.SZ	北摩高科	46.48	1.27	2.35	3.13	37	20	15	154	增持	维持
	零部件	300696.SZ	爱乐达	28.51	0.87	1.22	1.66	33	23	17	84	买入	维持
	零部件	600765.SH	中航重机	30.33	0.60	0.83	1.10	50	37	28	447	增持	维持
	零部件	300775.SZ	三角防务	39.40	0.83	1.25	1.66	48	32	24	197	增持	维持
航天	军贸导弹	002683.SZ	广东宏大	28.63	0.64	0.77	0.92	45	37	31	214	增持	维持
舰船	主机厂	600150.SH	中国船舶	25.34	0.05	0.16	0.61	530	157	42	1133	增持	维持
信息化	电子元器件	000733.SZ	振华科技	114.50	2.88	4.25	5.25	40	27	22	593	买入	维持
	电子元器件	002179.SZ	中航光电	58.46	1.25	1.65	2.08	47	35	28	929	买入	维持
	电子元器件	300726.SZ	宏达电子	44.46	1.98	2.45	3.01	22	18	15	183	买入	维持
	电子元器件	002025.SZ	航天电器	68.49	1.08	1.40	1.74	64	49	39	310	买入	维持
	系统设备	600562.SH	国睿科技	17.67	0.42	0.52	0.61	42	34	29	219	买入	维持
新材料	非金属	600862.SH	中航高科	24.69	0.42	0.56	0.68	58	44	36	344	买入	维持
	非金属	300777.SZ	中简科技	51.37	0.46	1.07	1.48	112	48	35	226	增持	维持
	非金属	300699.SZ	光威复材	70.75	1.46	1.89	2.29	48	37	31	367	买入	维持
检测	检测试验	300416.SZ	苏试试验	30.34	0.51	0.73	0.96	59	42	32	112	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29 收盘

注：EPS 按最新股本摊薄计算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE