

国防军工行业点评报告

非主战装备赛道持续活跃，军费增速预期扰动不改结构性机会

增持（维持）

2023年02月12日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书：S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书：S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

投资要点

■ 上周行业波动脉络

2023/02/06-2023/02/12，军工（申万）涨跌幅为-0.41%，行业涨幅排名位居第21位。核心赛道军机产业链承压，下游主机厂跌幅区间（2-4）%，中游分系统跌幅区间（4-5）%，上游材料跌幅区间（2-7）%。相较之下，非主战装备赛道，尤其是军工信息化板块中诸多创业板标的持续表现较强，延续了自1月16日以来的基本面二三线的小市值标的活跃态势。

■ 正确认识军费增速波动对行业影响

上周的结构性调整走势，主要反映的是近期市场关于军费增速或将调降的预期。如何正确认识军费增速波动，我们从4个方面展开：

1) 当前我们处于新一代主力装备放量列装以及下一代装备密集研发进程中，基于补偿历史欠账，近三年军费增速温和提升是合理的；2022年全国多地受到强力疫情冲击，财政持续消耗，2023年各领域政府投入（包括军费）或将下修。

2) 军费不是军工行业发展资金唯一来源，一二级市场是重要来源，倒逼提升资产质地、盈利上限有利于市值扩张。国家实施军民融合战略以来，尤其是十三五后期开始，军工行业的一级股权投资市场持续活跃，二级市场多个企业上市与增发融资，进入十四五，更多军工产业链链长实施了资产注入与股权激励，相关企业产品研发、产能建设、盈利能力，业绩释放意愿都得到整体性提升。未来，资本市场将成为军费之外最重要的资金来源，市值提升是有效利用市场资金的核心要素，也是必然逻辑。

3) 军费增速下修不代表企业盈利能力下降。军费增速下修更多是影响市场的情绪，实际下修幅度有限，加之军费投入从来都是结构性的，首战即用的军机、导弹依然是倾斜分配的重点；同时，在新的大单采购制度下，实施主干供应目录，将配套进一步集中向头部企业，规模效应下边际成本可以快速降低，企业得以维持稳定的盈利能力。同时，新装备出口管制的放松，军贸市场的开拓，也从需求端成为助推行业成长的第二动力。

4) 中长期看军费提升仍有较大空间。近半年以来，国际上多个国家提升军费增速及其所占GDP比重，日本要打开军工企业盈利上限，韩国要扶持军贸作为重要支柱产业，全球军工领域投入都处于上升通道。不考虑疫情影响财政开支的短期影响，中长期我国军费增速仍有较大提升空间，去年我国军费增速占GDP比重仅为1.3%，与全球主要军事国家2%的水平差距较大。

■ 近期可重点关注标的

基于对标改革逻辑，推荐核心赛道下游龙头主机厂：中航西飞、洪都航空。

■ 风险提示：市场波动风险、行业订单不及预期的风险、公司业绩不及预期的风险、国企改革进度低于预期的风险。

行业走势



相关研究

《局势与改革双重驱动，节后军工行业持续活跃》

2023-02-05

《外围局势动荡叠加改革推进，军工2023年大有可为》

2023-01-29

内容目录

1. 上周行业波动脉络	3
2. 正确认识军费增速波动对行业影响	3
3. 近期可重点关注标的	4
4. 风险提示	4

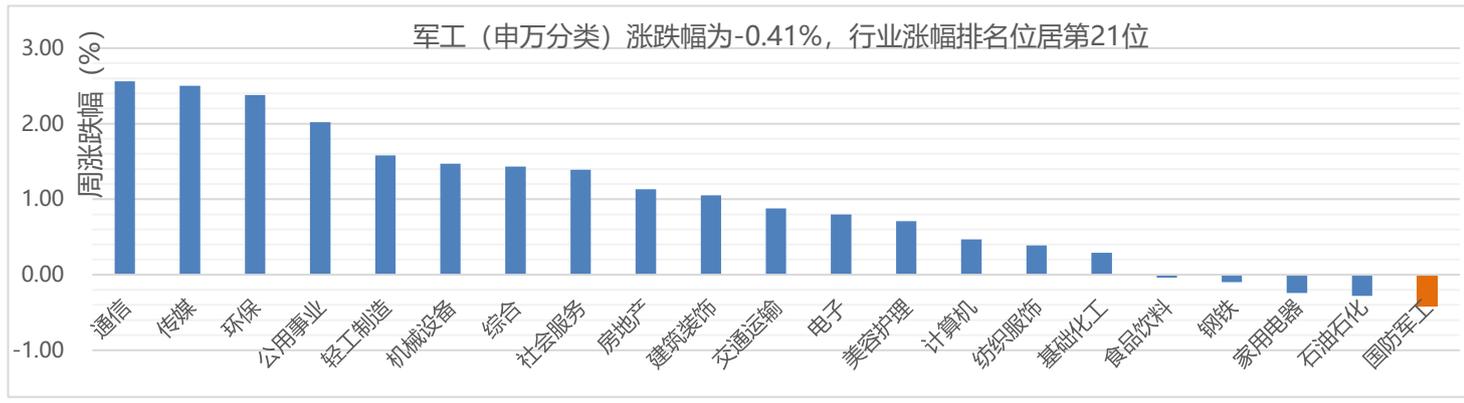
图表目录

图 1: 军工（申万分类）涨跌幅为-0.41%，行业涨幅排名位居第 21 位.....	3
---	---

1. 上周行业波动脉络

2023/02/06-2023/02/12, 军工(申万)涨跌幅为-0.41%, 行业涨幅排名位居第 21 位。核心赛道军机产业链承压, 下游主机厂跌幅区间(2-4)%, 中游分系统跌幅区间(4-5)%, 上游材料跌幅区间(2-7)%。相较之下, 非主战装备赛道, 尤其是军工信息化板块中诸多创业板标的持续表现较强, 延续了自 1 月 16 日以来的基本面二三线的小市值标的活跃态势。

图1: 军工(申万分类)涨跌幅为-0.41%, 行业涨幅排名位居第 21 位



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 正确认识军费增速波动对行业影响

上周的结构性调整走势, 主要反映的是近期市场关于军费增速或将调降的预期。如何正确认识军费增速波动, 我们从 4 个方面展开。

1) 当前我们处于新一代主力装备放量列装以及下一代装备密集研发进程中, 基于补偿历史欠账, 近三年军费增速温和提升是合理的; 2022 年全国多地受到强力疫情冲击, 财政持续消耗, 2023 年各领域政府投入(包括军费)或将下修。

2) 军费不是军工行业发展资金唯一来源, 一二级市场是重要来源, 倒逼提升资产质地、盈利上限有利于市值扩张。国家实施军民融合战略以来, 尤其是十三五后期开始, 军工行业的一级股权投资市场持续活跃, 二级市场多个企业上市与增发融资, 进入十四五, 更多军工产业链链长实施了资产注入与股权激励, 相关企业产品研发、产能建设、盈利能力, 业绩释放意愿都得到整体性提升。未来, 资本市场将成为军费之外最重要的资金来源, 市值提升是有效利用市场资金的核心要素, 也是必然逻辑。

3) 军费增速下修不代表企业盈利能力下降。军费增速下修更多是影响市场的情绪, 实际下修幅度有限, 加之军费投入从来都是结构性的, 首战即用的军机、导弹依然是倾斜分配的重点; 同时, 在新的订单采购制度下, 实施主干供应目录, 将配套进一步集中向头部企业, 规模效应下边际成本可以快速降低, 企业得以维持稳定的盈利能力。同时, 新装备出口管制的放松, 军贸市场的开拓, 也从需求端成为助推行业成长的第二动力。

4) 中长期看军费提升仍有较大空间。近半年以来，国际上多个国家提升军费增速及其所占 GDP 比重，日本要打开军工企业盈利上限，韩国要扶持军贸作为重要支柱产业，全球军工领域投入都处于上升通道。不考虑疫情影响财政开支的短期影响，中长期我国军费增速仍有较大提升空间，去年我国军费增速占 GDP 比重仅为 1.3%，与全球主要军事国家 2% 的水平差距较大。

3. 近期可重点关注标的

基于对标改革逻辑，推荐核心赛道下游龙头主机厂：中航西飞、洪都航空；

4. 风险提示

市场波动风险、行业订单不及预期的风险、公司业绩不及预期的风险、国企改革进度低于预期的风险。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

