

**“银三金四” 行情有望开启；投资逻辑将回归主线**

2023 年 03 月 05 日

投资建议

2023 年 2 月中证军工下跌 1.0% (2023 年初至 2 月底上涨 5.8%)，跑输上证综指 1.7ppt；跑赢沪深 300 指数 1.1ppt；跑赢创业板指 4.9ppt。展望 3 月，我们认为在业绩披露及两会产业政策催化下，板块或呈向上趋势，“银三金四”行情有望开启：1) 1Q23 业绩总体较好；2) 国际地缘政治形势持续紧张，两会将披露国防费用支出，市场对军工的关注度将逐渐恢复，投资逻辑也将回归到主线上。我们维持“制导装备、航空发动机、航空装备”三条主线和“信息化、新材料”两个赛道的推荐逻辑，尤其持续重点推荐制导装备和航空发动机产业链，优选有国产化替代逻辑和平台型公司，建议重点关注制导装备需求端变化，“对标世界一流企业价值创造”将重塑主机厂和龙头企业的发展及估值体系。

理由

板块关注度逐渐恢复，投资逻辑也将回归主线。1) 截至 2 月底，行业有超过 80 家公司披露业绩预告/快报，虽受疫情影响总体符合预期。同时，我们预计 1Q23 业绩表现较好，或将是板块最强的催化，有助于投资者恢复信心。2) 2023 年以来，市场关于两会即将披露的国防费用增速持不同看法，这从侧面反映出当前市场对军工投资的信心不足。但我们自上而下和从产业趋势角度看：国防军工行业是国家安全的基石，从宏观的需求牵引和中观产业模式变化，以及微观企业端的成长和进化，都能够看到军工行业的向好趋势，“三周期叠加”驱动供需共振，军工具有较大配置价值。

对标世界一流企业价值创造，改革持续催化。2 月 27 日，国企改革三年行动经验成果交流会表示，国资国企正谋划开启新一轮国企改革深化提升行动。3 月 3 日，国务院国资委召开会议，对“国有企业对标世界一流企业价值创造行动”进行动员部署。军工国企改革的内涵和外延不断丰富，我们认为，改革是行业的催化剂，将深层次促进企业治理优化。2022 年以来，8 家国企公告或完成股权激励；航空工业集团也有三项重组工作同时推进。军工板块龙头效应明显，强者恒强特点突出，需要重视龙头企业尤其是主机厂的发展和改革潜力。

卫星互联网近期受到市场关注，板块较为活跃。2 月初，工信部发布《关于电信设备进网许可制度若干改革举措的通告》，将卫星互联网设备、功能虚拟化设备纳入现行进网许可管理，我们认为，这体现了政策在细分产业的下沉和落实，从中长期维度看，我国低轨卫星星座或进展或将加快，产业规模有望不断扩大。卫星互联网行业在国家政策支持、相关技术升级、产业资本注入等多重力量的驱动下，中长期发展空间及弹性较大，可持续关注相关进展。

建议关注

聚焦“三条主线和两个赛道”，重视主机厂和龙头企业的发展及估值体系变化，关注军贸领域和改革潜力公司。

建议关注：1) **制导装备链：**新雷能、菲利华、航天电器、盟升电子、天箭科技等；2) **航空发动机链：**航发动力、航发控制、华秦科技、航宇科技等；3) **航空装备链：**中航沈飞、中航西飞、中航重机等；4) **信息化：**紫光国微、智明达、国睿科技、睿创微纳、左江科技、全信股份、七一二等；5) **新兴领域：**无人机（航天彩虹、纵横股份）、商业航天（航天宏图、铖昌科技）等。

风险提示：产能扩充不及预期、产品交付不确定性、行业政策发生变化等。

推荐**维持评级****分析师 尹会伟**

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

1. 国防军工 2 月展望报告：22 年报与 23Q1 预期渐强；成飞上市提振情绪-2023/02/06
2. 国防军工 1 月展望报告：1 月“日历效应”或失效；当前配置机会正好-2023/01/09
3. 国防军工 2023 年度策略：半程中的转折；分化中的新生-2022/12/20
4. 国防军工 8 月展望报告：中报季正式来临；行情或可以更乐观一些-2022/07/31
5. 国防军工 2022 年中期策略：基本面行稳致远；下半年行情拾阶而上-2022/07/13

目录

1 “日历效应”复盘：“银三金四”行情有望开启	3
2 3月展望：业绩披露及两会产业政策催化，板块或呈向上趋势	4
3 2月复盘：中证军工跑赢创业板指 4.9ppt	5
3.1 板块行情：2月下跌 1.0%；交易活跃度上升	5
3.2 估值位置：当前 PE/TTM 仍低于近 3/5/10 年中枢	7
3.3 个股表现：2月中航电测、左江科技涨幅居前	8
3.4 北上资金：2月增持复旦微电、北方导航等；减持中航机电、三角防务等	9
4 海外观察：波音与空客 1 月交付量环比减少	11
5 风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

1 “日历效应”复盘：“银三金四”行情有望开启

年度看：2019 年，国防军工行业迎来拐点，中证军工指数连续 3 年上涨。2022 年，板块结构化行情明显，深“V”走势，中证军工指数全年下跌 25.7%。具体看，板块 1~4 月经历了较深回调，1 月 1 日~4 月 26 日跌幅达到 40.7%；5~7 月恢复上涨，4 月 27 日~7 月 31 日上涨 38.1%；8~10 月较为震荡；11~12 月经历了持续回调，但回调与基本面关联性较小，更多的是市场原因和资金层因素。2023 年 1~2 月，中证军工指数上涨 5.8%，跑赢沪深 300 指数 0.7ppt。

月度看：2023 年 1 月，板块上涨 6.8%，跑输沪深 300 指数 0.6ppt；2 月板块下跌 1.0%，跑赢沪深 300 指数 1.1ppt。根据我们在 2 月初发布的《2 月展望：22 年报与 23Q1 预期渐强；成飞上市提振情绪》观点：**1) 1Q23 业绩总体较好；2) 3 月两会将披露国防费用支出，4 月是年报、季报密集披露期，2 月是较好的配置时间点。**复盘看，年初以来板块在一定程度上受到了国防费用支出增速预期及关于板块景气度分歧的影响，但总体表现与我们的预测基本一致。

图1：绝对涨跌幅：中证军工指数 2011 年~2023 年月度及年度涨跌幅；2023 年 2 月下跌 1.0%

月份 涨跌幅/%	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
十二月		-5.2	-0.7	14.5	4.7	-6.1	-1.9	-4.2	-1.6	5.1	-8.2	20.2	-16.0
十一月		-6.1	13.4	8.9	-2.1	3.4	-3.9	0.6	1.5	-1.2	24.5	-11.4	-2.9
十月		11.9	5.4	-4.6	-3.6	-11.3	-4.8	2.4	19.8	0.9	-3.1	-3.9	1.4
九月		-4.8	-11.1	-5.1	-5.3	4.1	3.8	-4.6	-10.8	19.8	5.3	2.1	-14.3
八月		-4.6	15.5	5.8	3.7	-5.1	3.6	2.2	-17.4	6.0	6.0	2.2	-6.3
七月		1.7	5.0	28.4	5.1	4.1	-2.9	-1.1	-7.2	8.0	6.6	-10.8	1.0
六月		9.0	0.6	3.0	-0.5	-8.7	4.0	7.8	-15.5	11.1	-15.6	-9.0	11.8
五月		9.6	14.8	-0.7	-2.5	-10.0	-14.5	-0.9	34.3	6.9	18.4	-1.9	-7.0
四月		-12.7	-4.7	8.7	-7.1	-0.9	-5.7	-6.7	18.2	-0.6	-5.8	9.0	-8.5
三月		-10.5	-10.0	-9.0	7.6	9.4	-1.1	14.2	15.4	-7.8	-7.4	-8.6	-4.3
二月	-1.0	5.4	-2.7	4.3	19.6	-2.0	0.8	-6.0	7.2	-1.6	5.7	11.7	9.6
一月	6.8	-18.0	-7.4	3.9	3.2	-5.8	4.2	-25.2	6.7	3.5	17.7	-0.3	-1.8
中证军工指数年度涨跌幅/%	5.8	-25.7	14.3	67.9	22.0	-27.2	-18.4	-23.8	44.8	59.3	43.2	-5.6	-34.3

资料来源：wind，民生证券研究院 注：红色说明中证军工指数单月收涨；蓝色说明中证军工指数单月收跌

图2：相对涨跌幅：中证军工指数 2011 年~2023 年相对沪深 300 指数月度及年度涨跌幅；2023 年 2 月跑赢 1.1ppt

月份 涨跌幅/ppt	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
十二月		-5.7	-2.9	9.5	-2.3	-1.0	-2.5	2.3	-6.2	-20.7	-3.7	2.3	-9.0
十一月		-15.9	15.0	3.2	-0.6	2.8	-3.9	-5.5	0.6	-13.2	21.8	-6.3	3.5
十月		19.7	4.5	-7.0	-5.5	-3.1	-9.3	-0.1	9.4	-1.5	-1.6	-2.2	-3.1
九月		2.0	-12.4	-0.3	-5.7	1.0	3.4	-2.4	-5.9	15.0	1.2	-1.9	-5.0
八月		-2.4	15.6	3.2	4.7	0.1	1.3	-1.7	-5.6	6.6	0.5	7.7	-2.1
七月		8.7	12.9	15.7	4.9	3.9	-4.8	-2.7	7.5	-0.6	6.9	-5.6	3.4
六月		-0.6	2.6	-4.7	-5.9	-1.1	-0.9	8.2	-7.9	10.7	0.0	-2.5	10.3
五月		7.8	10.8	0.4	4.8	-11.2	-16.0	-1.3	32.4	7.0	11.9	-2.1	-1.0
四月		-7.8	-6.2	2.5	-8.1	2.8	-5.2	-4.8	0.9	-1.1	-3.9	2.1	-7.5
三月		-2.7	-4.6	-2.6	2.1	12.5	-1.2	2.4	2.1	-6.3	-0.7	-1.8	-3.8
二月	1.1	5.0	-2.4	5.9	5.0	3.9	-1.1	-3.6	3.1	-0.5	6.2	4.8	4.3
一月	-0.6	-10.4	-10.1	6.2	-3.2	-11.9	1.8	-4.2	9.5	8.9	11.2	-5.4	-0.2
中证军工年度相对涨跌幅/ppt	0.7	-4.1	19.5	40.7	-14.1	-1.9	-40.1	-12.5	39.2	7.6	50.9	-13.1	-9.3

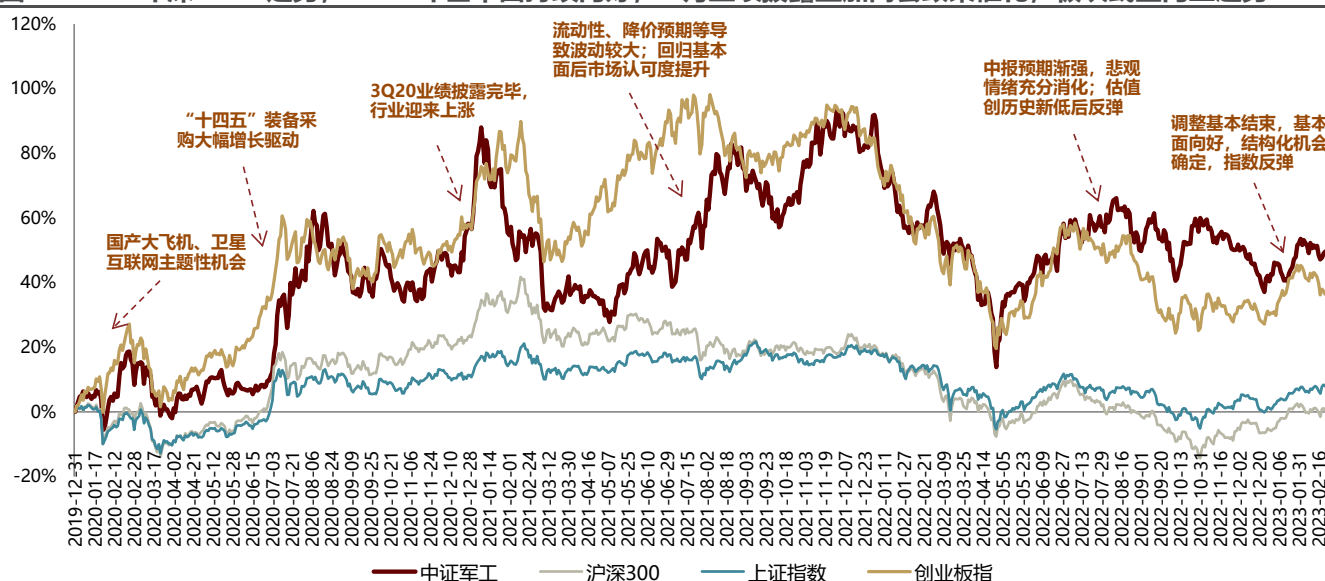
资料来源：wind，民生证券研究院 注：红色说明中证军工指数相对沪深 300 实现单月正收益；蓝色说明中证军工指数相对沪深 300 实现单月负收益

2 3 月展望：业绩披露及两会产业政策催化，板块或呈向上趋势

2023 年以来市场信心逐渐恢复，1 月板块上涨 6.8%，跑输沪深 300 指数 0.6ppt；2 月板块下跌 1.0%，跑赢沪深 300 指数 1.1ppt。当前行业基本面仍然较好，4Q22 因疫情带来的业绩延迟将在 1Q23 体现，同时估值处于低位。**展望 3 月，我们认为：1) 1Q23 业绩总体较好；2) 国际地缘政治形势持续紧张，同时两会将披露国防费用支出，市场对军工的关注度将逐渐恢复，且将回归到投资主线上。建议关注：“制导装备、航空发动机、航空装备”三条主线和“信息化、新材料”两个赛道，优选有国产化替代逻辑和平台型公司，同时建议重点关注导弹产业链的需求变化。**

分产业链看，1) 制导装备产业链：相关技术已较为先进，具备上量条件；同时耗材属性强，覆盖面广，需求量大；叠加国产化替代空间大和地缘事件影响催化，未来有望进一步提速放量。**建议关注：**新雷能（特种电源）、菲利华（特种材料）、盟升电子（导航系统）、航天电器（连接器）、智明达（嵌入式计算机）等。**2) 航空发动机产业链：**2022 年三季报整体增速为 20%~25%，且过去三年业绩增速持续加速，航发产业链长坡厚雪，拐点逐渐验证，持续看好中长期发展。**建议关注：**航发动力（主机厂）、航发控制（控制系统）、航宇科技（锻造）、华秦科技（隐身材料）、钢研高纳（高温合金）等。**3) 航空装备产业链：**相关企业多，验证性较好。直升机板块筹划重组且有订单调整；成飞集团有望实现整体上市、股权激励积极推进。**建议关注：**中航沈飞（主机厂）、中航西飞（主机厂）、中航重机（锻造）、中直股份（主机厂）、中航高科（材料）、西部超导（钛合金/高温合金）等。**4) 新兴领域：**无人机（航天彩虹、纵横股份）、军贸（国睿科技）等。

图3：2022 年深“V”走势；2023 年基本面持续向好，3 月业绩披露叠加两会政策催化，板块或呈向上趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2023 年 2 月 28 日

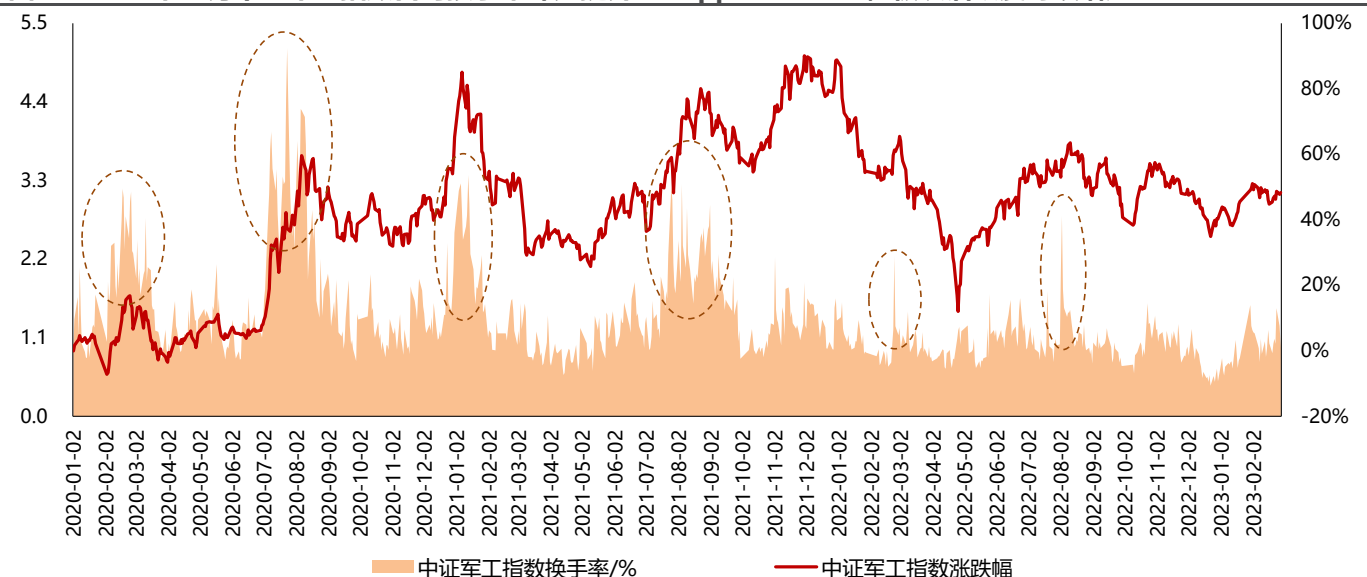
3 2月复盘：中证军工跑赢创业板指 4.9ppt

3.1 板块行情：2月下跌 1.0%；交易活跃度上升

2月行情：2月，中证军工指数下跌 1.0%；上证指数上涨 0.7%；沪深 300 指数下跌 2.1%；创业板指下跌 5.9%。中证军工跑输上证综指 1.7ppt；跑赢沪深 300 指数 1.1ppt；跑赢创业板指 4.9ppt。

2月活跃度：2020 年以来，军工板块经历了 6 个交易活跃高峰，分别在 2020 年 2 月、2020 年 7~8 月、2020 年 12 月~2021 年 1 月、2021 年 7~8 月、2022 年 3 月和 2022 年 8 月。其中，市场于 2020 年 7~8 月创下 2016 年以来活跃度新高，连续 9 周周交易总额超过 1000 亿元，换手率也达到历史较高水平。2021 年 11 月~2022 年 1 月，市场活跃度较高，连续 13 周周交易总额超过 1000 亿元，换手率较高但已经低于上一次峰值。2022 年 2 月下旬至 3 月中旬，活跃度短暂增高，连续 4 周周交易总额超过 1000 亿元后回落；6 月 6 日~8 月 26 日，连续 12 周周交易总额超过 1000 亿元，但换手率较为稳定；2022 年 9 月~12 月换手率有所下降。2023 年 2 月 13 日~3 月 3 日，市场活跃度较高，连续 3 周周交易总额超过 1000 亿元，同时日换手率总体呈上升趋势。2020 年以来，军工行业换手率总体呈下降趋势，反映出：1) 更多的军工企业上市；2) 投资军工资金属性的变化，即更加注重长期成长性。

图4：2023 年 2 月中证军工指数日均换手率环比提升 0.21ppt 至 1.05%；板块活跃度持续增加

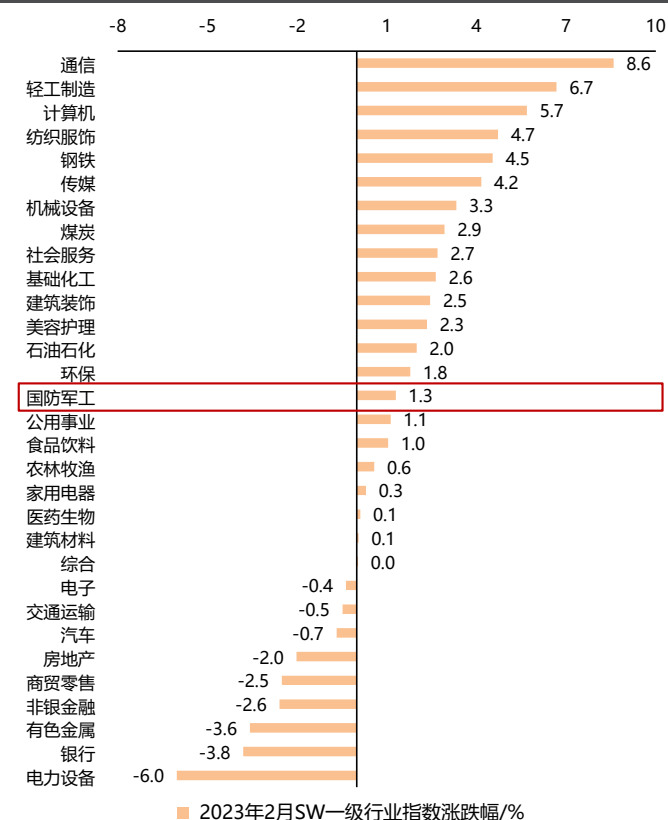


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2023 年 2 月 28 日

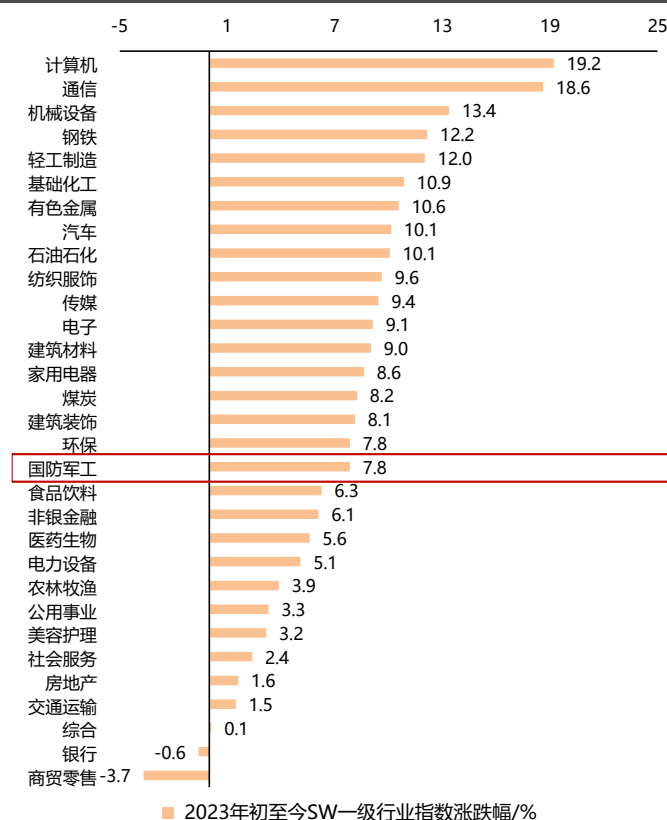
月度比较：2月行业涨跌幅排名 15/31。2023年2月，行业上涨1.3%，在SW一级行业中涨跌幅排名15/31，排名较2023年1月后退1名。全市场中22个行业上涨（2023年1月29个行业上涨），9个行业下跌（2023年1月2个行业下跌）。具体看，通信（+8.6%）、轻工制造（+6.7%）、计算机（+5.7%）等涨幅居前；电力设备（-6.0%）、银行（-3.8%）、有色金属（-3.6%）等跌幅居前。

图5：2023年2月涨跌幅（国防军工排名 15/31）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年2月28日

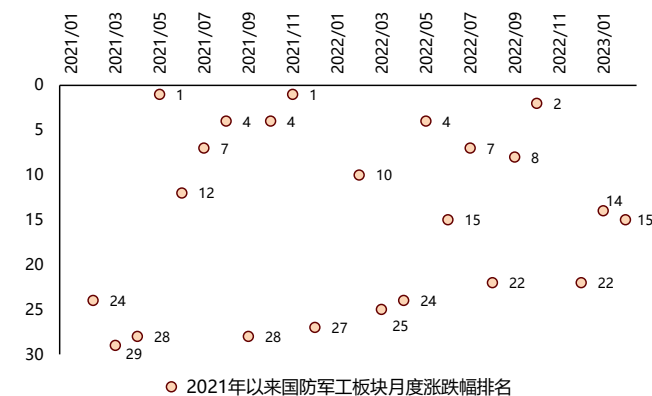
图6：2023年初至今涨跌幅（国防军工排名 18/31）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年2月28日

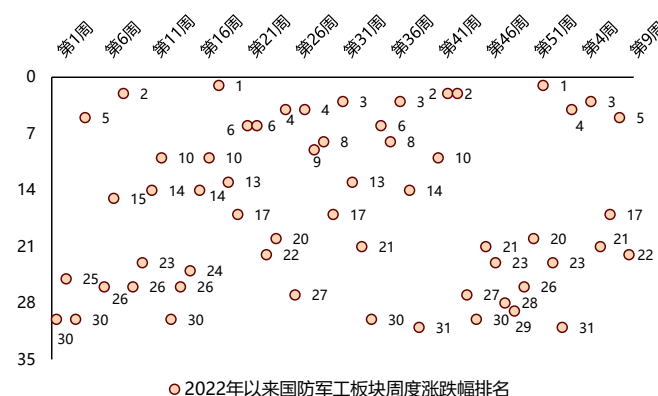
周度比较：2月涨跌幅排名波动较大。从SW一级行业涨跌幅排名看，行业周度涨跌幅排名自2022年以来波动较大，2022年全年50周中（不考虑春节假期与国庆假期的2周），共有10周排名进前10名；共有19周排名在6~20区间内；共有21周排名在21~31区间内。2023年1月的3周（春节前3周），行业排名分列23/31/4位；2月的5周，行业排名分列3/21/17/5/22位。

图7：2021年以来月度涨跌幅排名：两端向中间收敛



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年3月3日

图8：2022年以来周度涨跌幅排名：较为均衡



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年3月3日

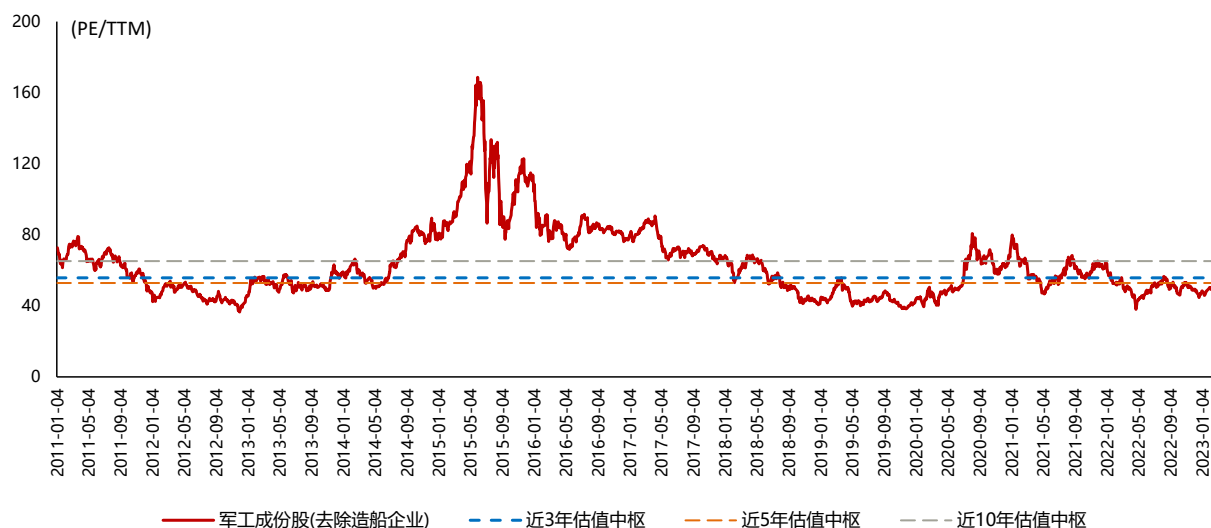
3.2 估值位置：当前 PE/TTM 仍低于近 3/5/10 年中枢

截至2023年2月28日，民生军工成份 PE/TTM（剔除负值）为49.4x。1)

纵向看：当前位置低于近3年（56x）/5年（53x）/10年（65x）中枢；2)

分位看：当前位置处于近1/2/3/5/10年的62%、38%、27%、15%、9%；1月底所处位置分别是63%、38%、27%、15%、9%，2023年2月位置较1月位置变化不大，略有下降。

图9：军工成份股（去除造船企业）当前 PE/TTM 低于近 3/5/10 年中枢



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至2023年2月28日

3.3 个股表现：2 月中航电测、左江科技涨幅居前

2023 年 2 月：跑赢行业涨幅居前的公司是中航电测 (+395.1%)、左江科技 (+30.9%)、铖昌科技 (+27.1%)、长城军工 (+26.6%)、中国卫星 (+25.6%) 等。跑输行业跌幅居前的公司是光韵达 (-16.3%)、鸿远电子 (-13.8%)、爱乐达 (-13.4%)、华伍股份 (-12.2%)、紫光国微 (-11.8%) 等。

2023 年初至今：跑赢行业涨幅居前的公司是中航电测 (+410.5%)、航天晨光 (+57.2%)、ST 新研 (+52.0%)、能科科技 (+51.1%)、通达股份 (+45.6%) 等。跑输行业跌幅居前的公司是贵航股份 (-16.7%)、紫光国微 (-15.9%)、臻镭科技 (-14.6%)、振华风光 (-11.6%)、新雷能 (-11.1%) 等。

图10：2023 年 2 月跑赢行业前 15 家公司

排序	代码	简称	股价 /元	市值 /亿元	绝对 涨跌幅/%	相对中证军工 指数收益/ppt
1	300114.SZ	中航电测	52.4	309.4	395.1	396.0
2	300799.SZ	左江科技	130.7	133.4	30.9	31.9
3	001270.SZ	铖昌科技	144.4	161.4	27.1	28.0
4	601606.SH	长城军工	14.6	106.0	26.6	27.6
5	600118.SH	中国卫星	29.2	345.5	25.6	26.5
6	002544.SZ	普天科技	23.8	162.1	22.7	23.6
7	300875.SZ	捷强装备	37.8	37.7	21.7	22.7
8	300922.SZ	天秦装备	18.3	28.7	21.7	22.6
9	300474.SZ	景嘉微	72.3	328.8	20.4	21.4
10	000534.SZ	万泽股份	19.7	98.8	19.5	20.5
11	600501.SH	航天晨光	17.3	74.6	19.3	20.2
12	002383.SZ	合众思壮	8.8	65.4	18.0	19.0
13	300397.SZ	天和防务	11.9	61.8	16.6	17.6
14	002413.SZ	雷科防务	5.4	72.8	16.0	17.0
15	300045.SZ	华力创通	8.5	56.3	15.3	16.3

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 2 月 28 日

图11：2023 年 2 月跑输行业前 15 家公司

排序	代码	简称	股价 /元	市值 /亿元	绝对 涨跌幅/%	相对中证军工 指数收益/ppt
1	300227.SZ	光韵达	8.4	41.8	-16.3	-15.4
2	603267.SH	鸿远电子	90.0	209.2	-13.8	-12.8
3	300696.SZ	爱乐达	28.4	83.3	-13.4	-12.4
4	300095.SZ	华伍股份	10.2	42.7	-12.2	-11.2
5	002049.SZ	紫光国微	110.9	942.2	-11.8	-10.9
6	603261.SH	立航科技	39.5	31.0	-11.1	-10.1
7	002669.SZ	康达新材	15.4	46.9	-10.6	-9.6
8	002560.SZ	通达股份	9.9	52.5	-9.8	-8.9
9	002190.SZ	成飞集成	24.7	88.7	-8.8	-7.8
10	002268.SZ	电科网安	31.4	265.2	-8.8	-7.8
11	600399.SH	抚顺特钢	14.4	284.6	-8.5	-7.5
12	002520.SZ	日发精机	7.4	59.3	-8.4	-7.5
13	000733.SZ	振华科技	104.0	541.2	-8.3	-7.4
14	2357.HK	中航科工	3.7	288.4	-8.1	-7.2
15	688122.SH	西部超导	90.7	421.0	-7.8	-6.8

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 2 月 28 日

图12：2023 年初至今跑赢行业前 15 家公司

排序	代码	简称	股价 /元	市值 /亿元	绝对 涨跌幅/%	相对中证军工 指数收益/ppt
1	300114.SZ	中航电测	52.4	309.4	410.5	404.8
2	600501.SH	航天晨光	17.3	74.6	57.2	51.4
3	300159.SZ	ST新研	3.4	51.0	52.0	46.2
4	603859.SH	能科科技	39.5	65.8	51.1	45.3
5	002560.SZ	通达股份	9.9	52.5	45.6	39.8
6	688081.SH	兴图新科	23.7	17.4	42.8	37.1
7	002544.SZ	普天科技	23.8	162.1	41.5	35.7
8	601606.SH	长城军工	14.6	106.0	40.8	35.0
9	000534.SZ	万泽股份	19.7	98.8	39.9	34.2
10	600118.SH	中国卫星	29.2	345.5	35.6	29.8
11	002383.SZ	合众思壮	8.8	65.4	35.6	29.8
12	000901.SZ	航天科技	10.9	87.0	33.6	27.8
13	300922.SZ	天秦装备	18.3	28.7	33.3	27.5
14	300474.SZ	景嘉微	72.3	328.8	32.4	26.7
15	300589.SZ	江龙船艇	13.7	51.9	32.4	26.6

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 2 月 28 日

图13：2023 年初至今跑输行业前 15 家公司

排序	代码	简称	股价 /元	市值 /亿元	绝对 涨跌幅/%	相对中证军工 指数收益/ppt
1	600523.SH	贵航股份	16.3	65.8	-16.7	-22.5
2	002049.SZ	紫光国微	110.9	942.2	-15.9	-21.6
3	688270.SH	臻镭科技	99.0	108.1	-14.6	-20.4
4	688439.SH	振华风光	105.1	210.2	-11.6	-17.3
5	300593.SZ	新雷能	37.8	156.2	-11.1	-16.9
6	603267.SH	鸿远电子	90.0	209.2	-11.0	-16.8
7	000733.SZ	振华科技	104.0	541.2	-9.0	-14.7
8	002933.SZ	新兴装备	28.6	33.5	-8.7	-14.5
9	300395.SZ	菲利华	50.7	261.8	-7.8	-13.5
10	300699.SZ	光威复材	66.7	345.5	-7.8	-13.5
11	000697.SZ	炼石航空	6.7	44.9	-7.1	-12.8
12	BS6.SG	扬子江	1.3	49.4	-5.1	-10.9
13	002190.SZ	成飞集成	24.7	88.7	-5.1	-10.9
14	600765.SH	中航重机	29.7	437.5	-4.4	-10.2
15	688122.SH	西部超导	90.7	421.0	-4.2	-10.0

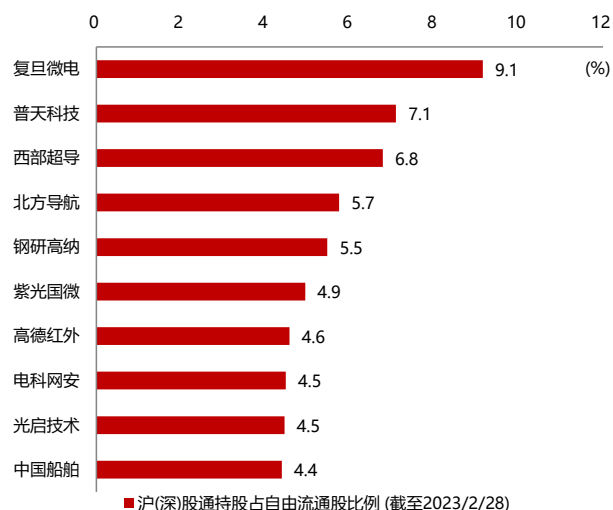
资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 2 月 28 日

3.4 北上资金：2 月增持复旦微电、北方导航等；减持中航

机电、三角防务等

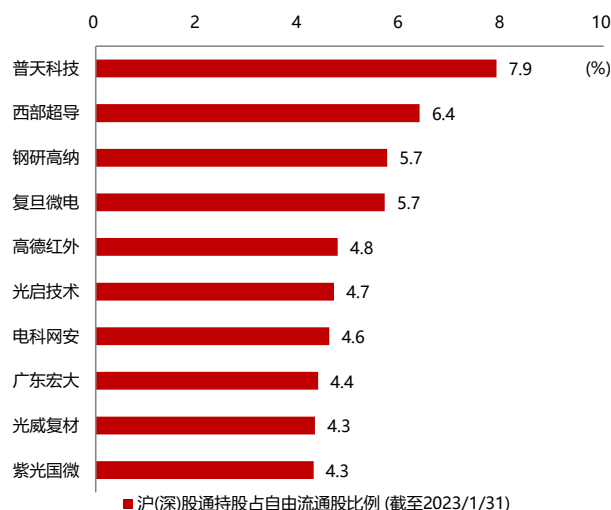
截至 2023 年 2 月 28 日，沪（深）股通持股占自由流通股比例居前的公司有**复旦微电**（9.1%，外资持有市值 10.0 亿元）、**普天科技**（7.1%，外资持有市值 7.0 亿元）、**西部超导**（6.8%，外资持有市值 17.9 亿元）、**北方导航**（5.7%，外资持有市值 3.7 亿元）、**钢研高纳**（5.5%，外资持有市值 7.0 亿元）等。1 月与 2 月，**普天科技**、**西部超导**、**钢研高纳**与**复旦微电**均为北上资金持股占自由流通股比例排名在前 5 位的公司；2 月相较 1 月，**北方导航**、**中国船舶**排进了前 10。

图14：北上资金持股前 10 家（截至 2 月底）



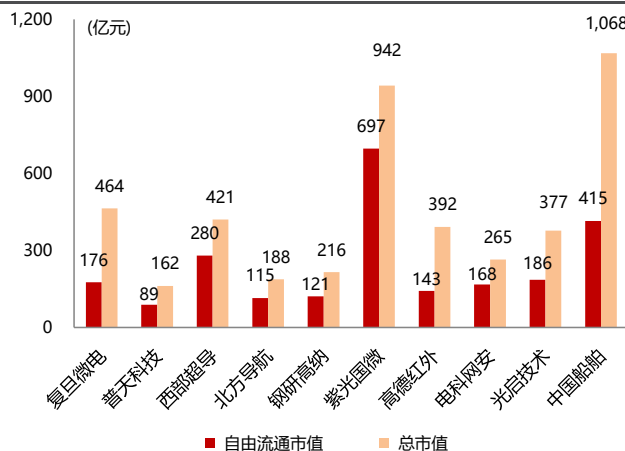
资料来源：wind，民生证券研究院 注：沪（深）股通持股占自由流通股比例前 10 家公司，截至 2023 年 2 月 28 日

图15：北上资金持股前 10 家（截至 1 月底）



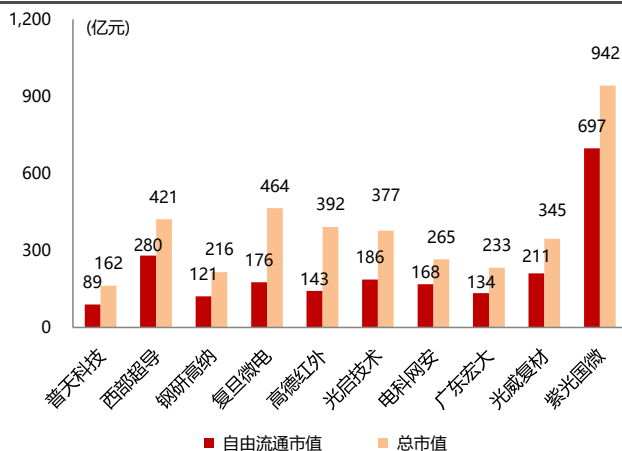
资料来源：wind，民生证券研究院 注：沪（深）股通持股占自由流通股比例前 10 家公司，截至 2023 年 1 月 31 日

图16：前 10 名自由流通市值及总市值（截至 2 月底）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：市值为 2023 年 2 月 28 日数据

图17：前 10 名自由流通市值及总市值（截至 1 月底）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：市值为 2023 年 1 月 31 日数据

2023 年 2 月：外资流入排名居前的公司有复旦微电、北方导航、中船应急、宗申动力、成飞集成等；外资流出排名居前的公司有中航机电、三角防务、图南股份、普天科技、广东宏大等。

2023 年初至今：外资流入排名居前的公司有复旦微电、北方导航、中船应急、宗申动力、广东宏大等；外资流出排名居前的公司有中航机电、三角防务、光威复材、中直股份、中兵红箭等。

图18：北上资金持股比例变化前 10 家公司（2 月）



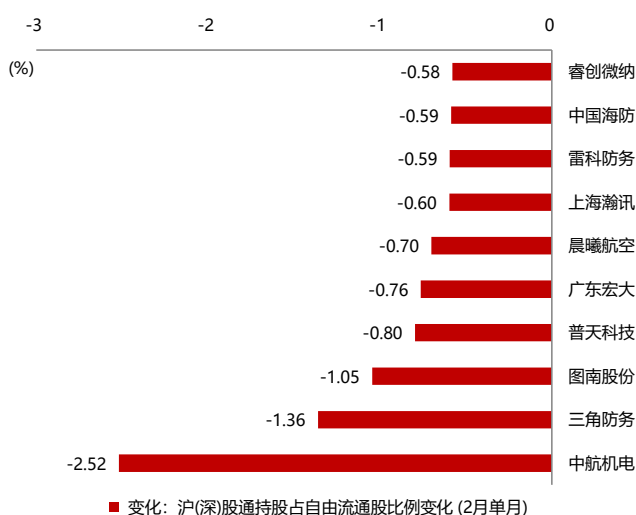
资料来源：wind，民生证券研究院 注：沪（深）股通持股占自由流通股比例变化；截至 2023 年 2 月 28 日

图19：北上资金持股比例变化前 10 家公司（1 月）



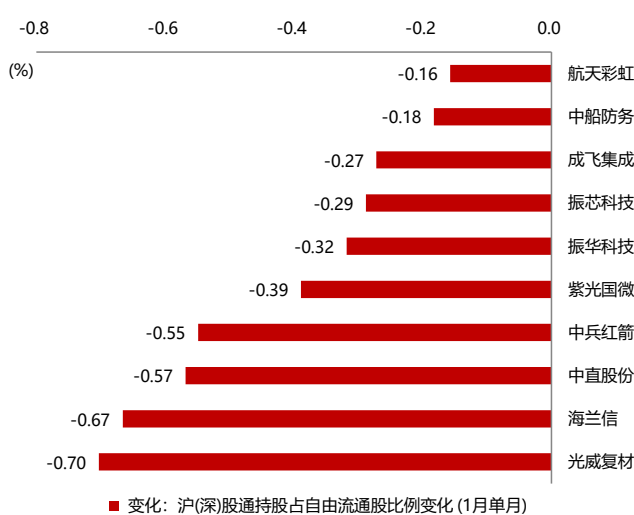
资料来源：wind，民生证券研究院 注：沪（深）股通持股占自由流通股比例变化；截至 2023 年 1 月 31 日

图20：北上资金持股比例变化后 10 家公司（2 月）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：沪（深）股通持股占自由流通股比例变化；截至 2023 年 2 月 28 日

图21：北上资金持股比例变化后 10 家公司（1 月）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：沪（深）股通持股占自由流通股比例变化；截至 2023 年 1 月 31 日

4 海外观察：波音与空客 1 月交付量环比减少

2023 年 1 月, 1) 从交付量看, 波音交付 38 架 (环比减少 31 架; 同比增加 6 架); 空客交付 20 架 (环比减少 78 架; 同比减少 10 架); 2) 从订单量看, 波音获新订单 55 架 (环比减少 195 架; 同比减少 22 架), 包括 33 架 737 MAX、15 架 767-2C、7 架 787-10; 空客获新订单 37 架 (环比增加 21 架; 同比增加 1 架)。2022 年, 波音合计交付 480 架, 交付量同比增加 41%; 空客合计交付 661 架, 交付量同比增加 9%。

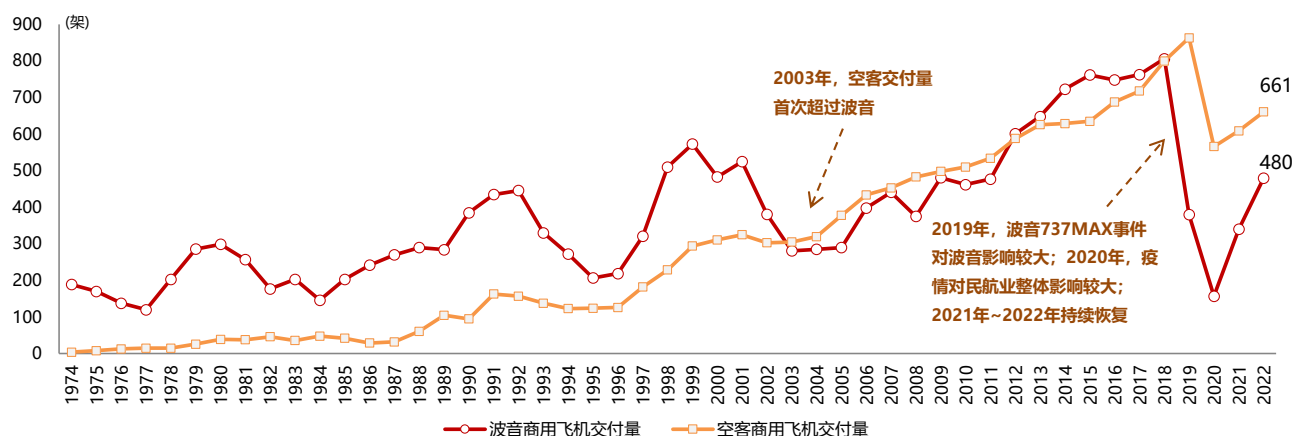
2023 年初以来, 海外航空航天领域公司表现总体较好。2 月, 罗罗涨幅居前, 上涨 37.1%、空客上涨 8.0%、通用电气上涨 5.3%; 波音下跌 5.4%。2023 年初至今 (截至 2 月 28 日收盘), 罗罗上涨 55.5%、通用电气上涨 29.6%、赛峰上涨 14.6%、空客上涨 11.7%、波音上涨 5.8%。

图22：波音股价表现：2022 年 10~12 月恢复上涨；2023 年 1 月持续上涨，涨幅达 11.8%；2 月下跌 5.4%



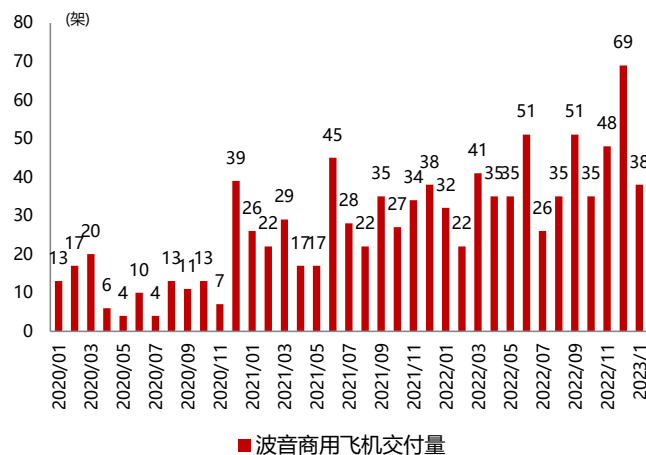
资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2023 年 2 月 28 日

图23：2022 年商用飞机累计交付量：波音交付 480 架，同比增加 41%；空客交付 661 架，同比增加 9%



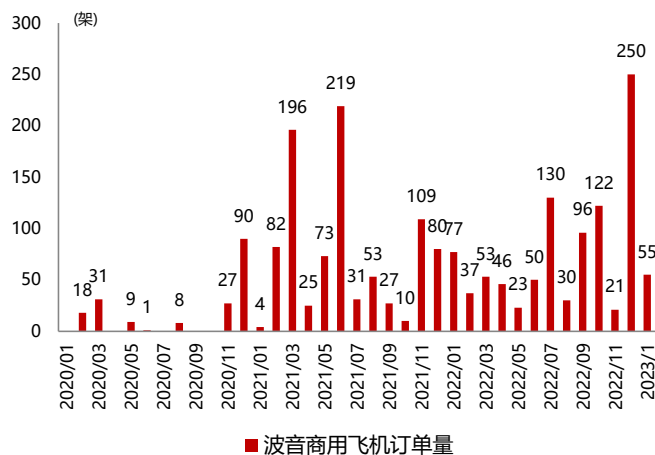
资料来源：波音官网，空客官网，民生证券研究院 注：数据截至 2022 年 12 月 31 日

图24: 波音商用飞机月度交付: 1 月环比减少 31 架



资料来源: 波音官网, 民生证券研究院

图25: 波音商用飞机月度订单: 1 月环比减少 195 架



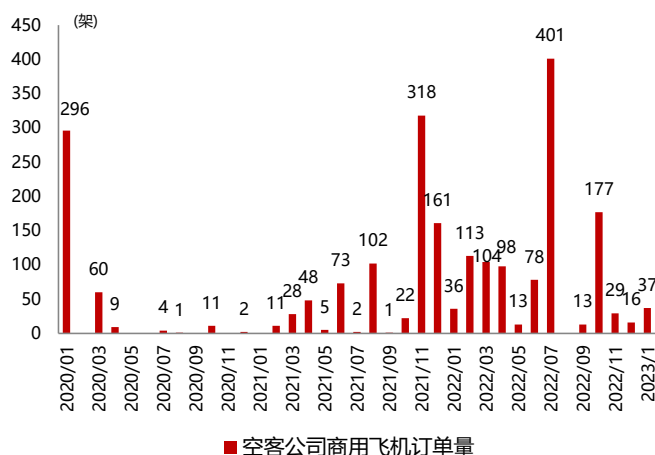
资料来源: 波音官网, 民生证券研究院

图26: 空客商用飞机月度交付: 1 月环比减少 78 架



资料来源: 空客官网, 民生证券研究院

图27: 空客商用飞机月度订单: 1 月环比增加 21 架



资料来源: 空客官网, 民生证券研究院

图28: 海外航空航天领域公司情况: 2 月罗罗涨幅居前

代码	公司简称	股价 /美元	市值 /亿美元	2022年												2023年		2023年至今 涨跌幅/%
				1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
RR.L	罗尔斯-罗伊斯控股	144.9	146	-6.8	-9.6	-2.3	-17.6	4.1	-4.3	7.6	-13.7	-9.6	12.3	16.3	2.5	13.5	37.1	55.5
AIR.PA	空中客车	124.0	1,036	-0.2	2.5	-4.0	-4.4	3.1	-15.0	13.4	-6.7	-9.2	23.7	-0.7	1.7	3.4	8.0	11.7
GE.N	通用电气(GENERAL ELECTRIC)	84.7	923	0.0	1.1	-4.1	-18.5	5.0	-18.6	16.1	-0.6	-15.6	25.7	10.5	-2.4	23.1	5.3	29.6
NOC.N	诺斯罗普-格鲁曼(NORTHROP GRUMMAN)	464.1	710	-4.4	20.0	1.1	-1.7	6.9	2.3	0.1	0.2	-1.6	16.7	-2.5	2.3	-17.9	4.0	-14.6
TDG.N	TRANSDIGM	743.9	406	-3.2	8.2	-2.3	-8.7	1.8	-11.3	16.0	-0.8	-12.6	9.7	9.2	0.2	14.0	3.6	18.1
LMT.N	洛克希德马丁(LOCKHEED MARTIN)	474.3	1,211	9.5	12.2	1.8	-2.1	2.5	-2.3	-3.8	2.2	-8.1	26.0	0.3	0.3	-4.8	3.0	-1.9
SAF.PA	赛峰公司	134.0	607	-1.0	7.6	-6.5	-3.8	-6.7	-2.1	13.6	-4.7	-7.7	20.9	3.3	-0.4	12.7	1.6	14.6
TEL.N	泰科电子(TE CONNECTIVITY)	127.3	403	-11.4	-0.1	-8.0	-4.7	4.2	-12.6	18.2	-5.2	-12.6	10.8	3.6	-9.0	10.8	0.6	11.4
APH.N	安费诺(AMPHENOL)	77.5	461	-9.0	-4.5	-0.6	-5.1	-0.9	-8.9	19.8	-4.7	-8.7	13.2	6.1	-5.1	4.8	-2.8	1.8
BA.N	波音(BOEING)	201.6	1,201	-0.5	2.5	-6.7	-22.3	-11.7	4.0	16.5	0.6	-24.4	17.7	25.5	6.5	11.8	-5.4	5.8

资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 股价/市值为 2023 年 2 月 28 日数据

表1：行业重点标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603678.SH	火炬电子	47.69	2.08	2.22	2.72	23	21	18	4.7	3.8	3.2
300593.SZ	新雷能	37.42	0.66	0.99	1.47	57	38	25	13.8	5.0	4.2
600765.SH	中航重机	29.60	0.61	0.85	1.15	49	35	26	4.7	4.1	3.5
300699.SZ	光威复材	65.27	1.46	1.80	2.46	45	36	27	8.2	7.0	5.8
002179.SZ	中航光电	57.69	1.25	1.64	2.18	46	35	26	6.1	5.3	4.4
301050.SZ	雷电微力	86.06	1.16	2.22	3.34	74	39	26	7.3	6.2	5.0
300775.SZ	三角防务	38.78	0.83	1.27	1.70	47	31	23	7.9	6.4	5.1
600038.SH	中直股份	47.32	1.55	0.62	0.93	31	76	51	2.9	2.8	2.7
000733.SZ	振华科技	103.29	2.88	4.54	6.06	36	23	17	7.2	5.5	4.1
002013.SZ	中航机电	10.78	0.33	0.40	0.48	33	27	22	3.0	2.8	2.5
600862.SH	中航高科	23.83	0.42	0.61	0.84	57	39	28	6.8	6.0	5.0
600760.SH	中航沈飞	59.03	0.86	1.11	1.41	69	53	42	10.1	9.0	7.4
000768.SZ	中航西飞	27.65	0.24	0.35	0.46	115	79	60	4.9	4.6	4.4
600372.SH	中航电子	17.95	0.41	0.52	0.63	44	35	28	3.1	2.9	2.7
600893.SH	航发动力	47.39	0.45	0.56	0.73	105	85	65	3.4	3.3	3.1
002023.SZ	海特高新	9.40	0.97	0.09	0.13	10	104	72	1.7	1.7	1.7
002025.SZ	航天电器	65.18	1.08	1.43	1.88	60	46	35	5.6	5.1	4.5
600879.SH	航天电子	7.89	0.20	0.23	0.26	39	34	30	1.6	1.5	1.5
600118.SH	中国卫星	30.20	0.20	0.24	0.28	151	126	108	5.9	5.8	5.6
600967.SH	内蒙一机	9.73	0.44	0.49	0.58	22	20	17	1.6	1.5	1.4
600990.SH	四创电子	34.69	0.87	1.06	1.30	40	33	27	2.7	2.5	2.3
600562.SH	国睿科技	17.78	0.42	0.55	0.68	42	32	26	4.7	4.2	3.7
002413.SZ	雷科防务	5.40	-0.18	0.13	0.16	—	42	34	1.5	1.4	1.4
688002.SH	睿创微纳	44.34	1.03	0.69	1.13	43	64	39	5.7	5.3	4.7
688568.SH	中科星图	74.25	0.90	1.23	1.75	83	60	42	12.7	10.0	8.1
688239.SH	航宇科技	77.60	0.97	1.18	1.76	80	66	44	10.6	9.4	7.9
300034.SZ	钢研高纳	43.64	0.63	0.74	1.02	69	59	43	7.4	6.8	6.0
300855.SZ	图南股份	45.90	0.60	0.82	1.07	77	56	43	11.3	9.7	8.3
300777.SZ	中简科技	54.76	0.46	1.07	1.64	119	51	33	17.9	6.4	5.4
688066.SH	航天宏图	98.20	1.08	1.64	2.29	91	60	43	8.1	7.2	6.1
688297.SH	中无人机	49.60	0.44	0.59	0.82	113	84	60	28.8	5.8	5.3
300395.SZ	菲利华	49.59	0.73	0.98	1.46	68	51	34	10.2	8.8	7.3
000738.SZ	航发控制	26.57	0.37	0.51	0.69	72	52	39	3.3	3.1	2.9
002389.SZ	航天彩虹	24.49	0.23	0.29	0.44	106	84	56	3.2	3.1	3.0
688281.SH	华秦科技	286.67	2.50	3.57	5.16	115	80	56	49.9	7.0	6.3
688636.SH	智明达	112.68	2.21	1.63	3.49	51	69	32	6.4	5.9	5.1
688070.SH	纵横股份	45.93	-0.26	0.63	1.38	—	73	33	5.8	5.4	4.6
688375.SH	国博电子	101.44	0.92	1.3	1.83	110	78	55	15.9	7.2	6.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：表中公司为民生证券覆盖标的；数据统计至 2023 年 3 月 3 日收盘

5 风险提示

1) 产能扩充不及预期。如果募集资金不能及时到位，行业环境、市场环境等情况发生突变，或项目建设过程中由于管理不善或产生在目前条件下无法预料的技术障碍等因素影响了项目进程，募集资金投资项目的产能扩充进度将会不及预期，产能扩充。

2) 产品交付不确定性。国防军工行业产品的采购和交付一般都具有高度的计划性和确定性，但产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻。

3) 行业政策发生变化。国防军工企业产销规模与经营模式很大程度上取决于国家的国防政策，政策调整或对企业造成直接影响。

插图目录

图 1: 绝对涨跌幅: 中证军工指数 2011 年~2023 年月度及年度涨跌幅; 2023 年 2 月下跌 1.0%.....	3
图 2: 相对涨跌幅: 中证军工指数 2011 年~2023 年相对沪深 300 指数月度及年度涨跌幅; 2023 年 2 月跑赢 1.1ppt3.....	3
图 3: 2022 年深“V”走势; 2023 年基本面持续向好, 3 月业绩披露叠加两会政策催化, 板块或呈向上趋势	4
图 4: 2023 年 2 月中证军工指数日均换手率环比提升 0.21ppt 至 1.05%; 板块活跃度持续增加	5
图 5: 2023 年 2 月涨跌幅 (国防军工排名 15/31)	6
图 6: 2023 年初至今涨跌幅 (国防军工排名 18/31)	6
图 7: 2021 年以来月度涨跌幅排名: 两端向中间收敛	7
图 8: 2022 年以来周度涨跌幅排名: 较为均衡	7
图 9: 军工成份股 (去除造船企业) 当前 PE/TTM 低于近 3/5/10 年中枢	7
图 10: 2023 年 2 月跑赢行业前 15 家公司	8
图 11: 2023 年 2 月跑输行业前 15 家公司	8
图 12: 2023 年初至今跑赢行业前 15 家公司	8
图 13: 2023 年初至今跑输行业前 15 家公司	8
图 14: 北上资金持股前 10 家 (截至 2 月底)	9
图 15: 北上资金持股前 10 家 (截至 1 月底)	9
图 16: 前 10 名自由流通市值及总市值 (截至 2 月底)	9
图 17: 前 10 名自由流通市值及总市值 (截至 1 月底)	9
图 18: 北上资金持股比例变化前 10 家公司 (2 月)	10
图 19: 北上资金持股比例变化前 10 家公司 (1 月)	10
图 20: 北上资金持股比例变化后 10 家公司 (2 月)	10
图 21: 北上资金持股比例变化后 10 家公司 (1 月)	10
图 22: 波音股价表现: 2022 年 10~12 月恢复上涨; 2023 年 1 月持续上涨, 涨幅达 11.8%; 2 月下跌 5.4%	11
图 23: 2022 年商用飞机累计交付量: 波音交付 480 架, 同比增加 41%; 空客交付 661 架, 同比增加 9%	11
图 24: 波音商用飞机月度交付: 1 月环比减少 31 架	12
图 25: 波音商用飞机月度订单: 1 月环比减少 195 架	12
图 26: 空客商用飞机月度交付: 1 月环比减少 78 架	12
图 27: 空客商用飞机月度订单: 1 月环比增加 21 架	12
图 28: 海外航空航天领域公司情况: 2 月罗罗涨幅居前	12

表格目录

表 1: 行业重点标的	13
-------------------	----

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026