

稳定增长下结构分化或加剧， 关注新技术、新产品、新市场

行业投资评级：强于大市

鲍学博/马强/王煜童

中邮证券研究所 军工团队

中邮证券

2023年6月2日



目录

- 一 财报分析：高基数下板块业绩增速趋缓，军工央企成长稳定性优于民企**
- 二 军费增速进一步提升，航空航天景气延续，短期业绩扰动下重视股价支撑点**
- 三 中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场**
- 四 投资建议及风险提示**



财报分析：高基数下板块业绩增速趋缓，军工央企成长稳定性优于民企

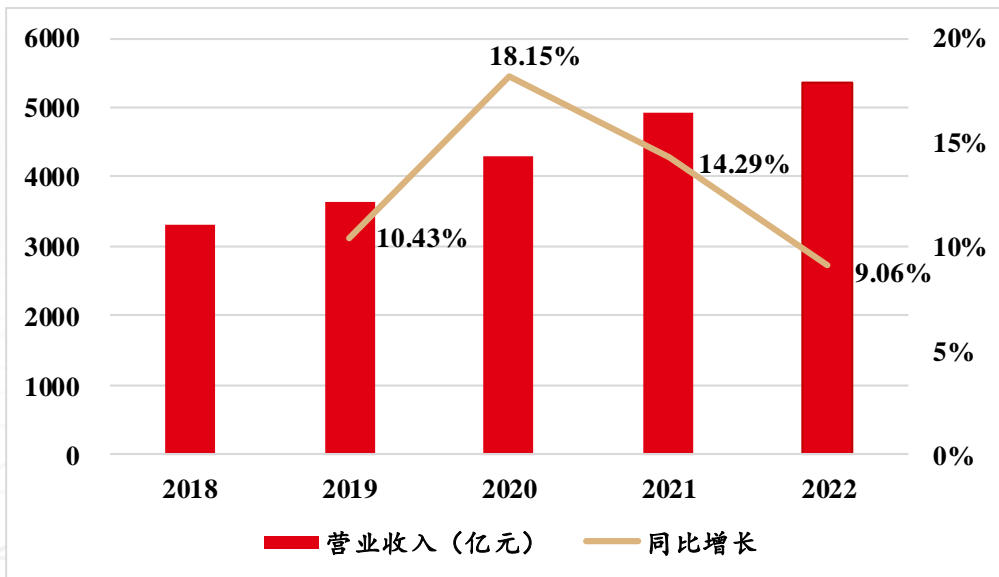
- 1.1 2022年和2023Q1军工行业整体业绩增速趋缓
- 1.2 军工央企2023年业绩指引增速小幅下降
- 1.3 央企业绩成长稳定性优于民企

一、高基数下板块业绩增速趋缓，军工央企成长稳定性优于民企

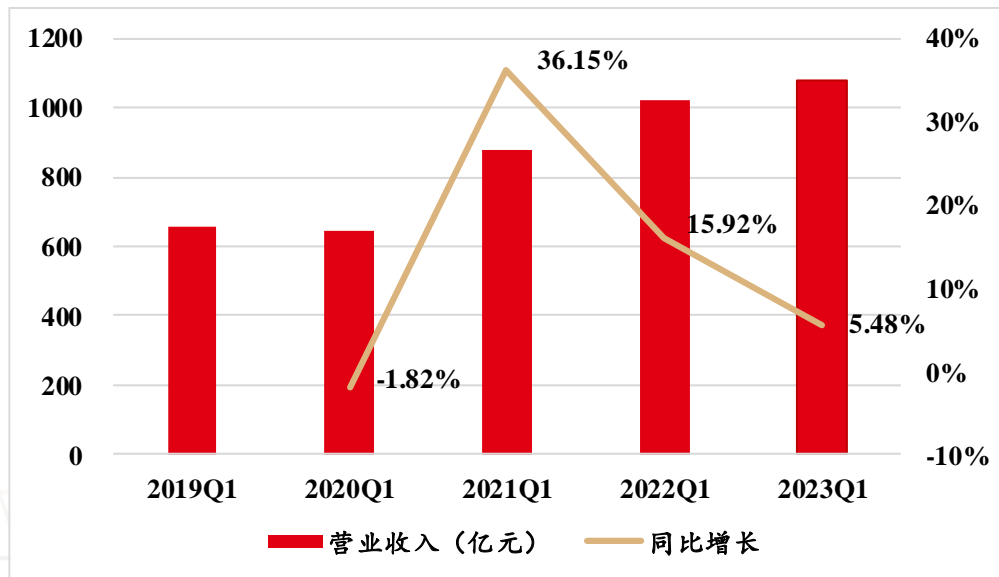
1.1 2022年和2023Q1军工行业整体业绩增速趋缓

- 我们跟踪的104只军工标的，2022年共实现营收5363.06亿元，同比增长**9.06%**，共实现归母净利润368.84亿元，同比增长**0.96%**。
- 2023Q1，104只军工标的共实现营收1074.88亿元，同比增长**5.48%**，共实现归母净利润76.19亿元，同比下滑**5.85%**。

图表1：104只军工标的合计营收



图表2：104只军工标的一季度营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

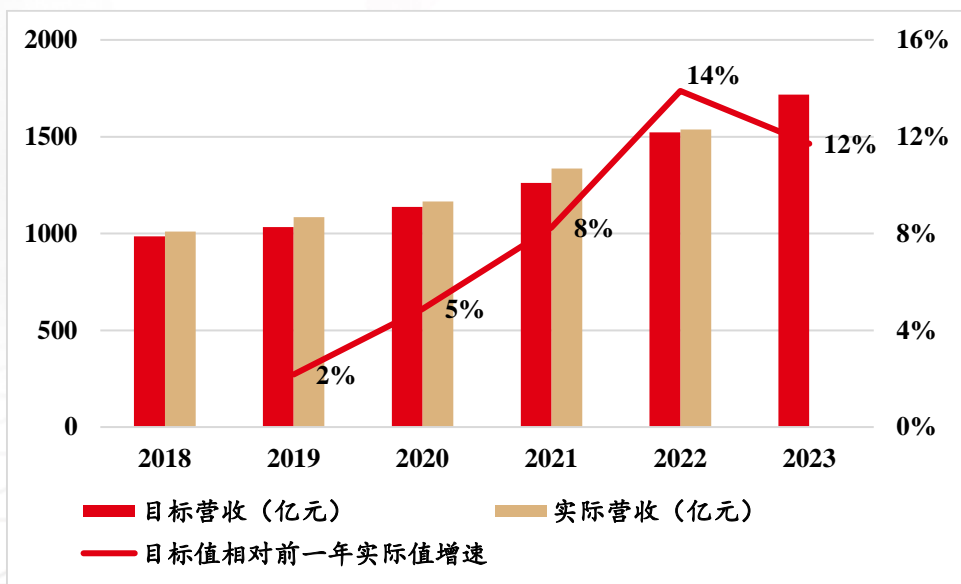
请参阅附注免责声明

一、高基数下板块业绩增速趋缓，军工央企成长稳定性优于民企

1.2 军工央企2023年业绩指引增速小幅下降

- 2023年，军工央企目标收入增速比2022年小幅下降：7家军工央企上市公司2023年合计目标收入1718亿元，较2022年实际营收1538亿元增长12%，保持较快增速；考虑到军工央企上市公司历史上基本超额完成目标，军工央企上市公司2023年业绩有望保持较快增长。

图表3：7家军工央企上市公司近几年目标收入



图表4：部分军工央企2023年目标收入指引及增速

| 公司名称 | 近 5 年目标收入的 平均完成率 | 23 年目标收入 (亿元) | 目标收入 的增速 | 按平均完成率测算 23 年收入 (亿元) | 测算收入的同 比增速 |
|------|---------------------|------------------|-------------|-------------------------|---------------|
| 中航沈飞 | 104% | 460.90 | 10.80% | 481.11 | 15.66% |
| 中航西飞 | 103% | 431.00 | 14.45% | 445.38 | 18.26% |
| 中航重机 | 107% | 110.00 | 4.07% | 117.71 | 11.36% |
| 中航高科 | 101% | 49.00 | 10.21% | 49.69 | 11.75% |
| 航发动力 | 104% | 422.65 | 13.93% | 441.01 | 18.88% |
| 航发控制 | 105% | 54.50 | 10.28% | 57.09 | 15.52% |
| 航天电子 | 99% | 190.08 | 8.77% | 188.53 | 7.88% |

资料来源：iFinD，各公司公告，中邮证券研究所

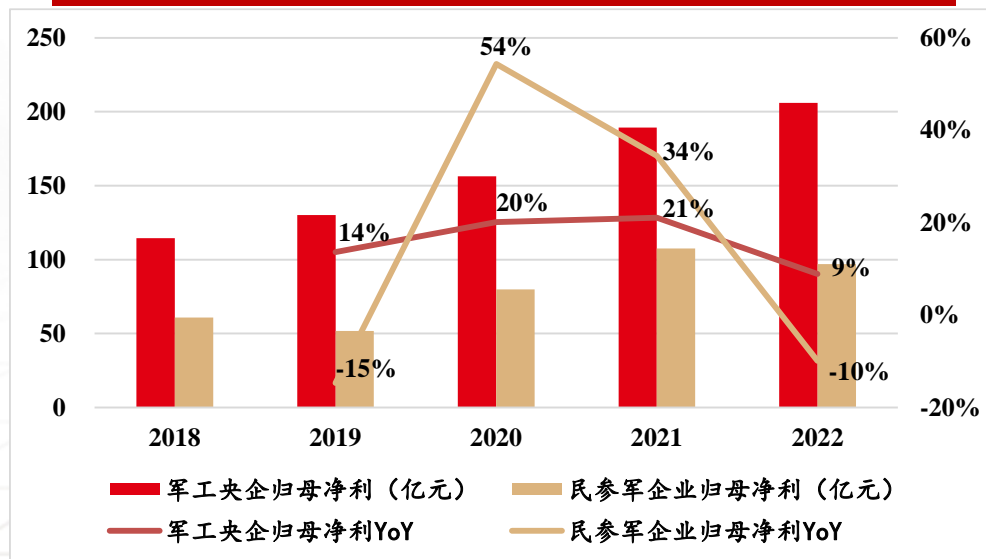
请参阅附注免责声明

一、高基数下板块业绩增速趋缓，军工央企成长稳定性优于民企

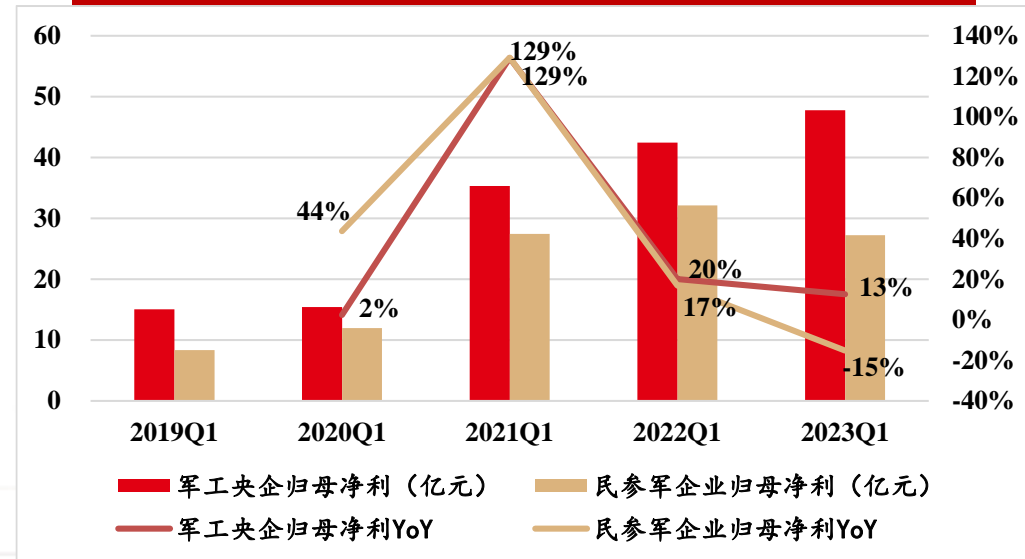
■ 1.3 央企业绩成长稳定性优于民企

- **民参军企业2020-2021年表现出较强的业绩弹性，2022年和2023Q1业绩开始下滑：**民参军企业2020-2021年利润增速分别达54%、34%，但2022年下滑10%，2023Q1下滑15%。
- **军工央企2020-2021业绩较快增长，2022年和2023Q1依旧保持稳健增长：**2020年-2021年，军工央企利润增速为20%、21%；2022年继续增长9%，2023Q1增长13%。

图表5：全年归母净利润及增速



图表6：一季度归母净利润及增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

二

军费增速进一步提升，航空航天景气延续，短期业绩扰动下重视股价支撑点

2.1 2023年我国国防预算增速7.2%，增速连续3年上调

2.2 航空航天领域前瞻性指标保持较快增长

2.3 军工指数基本平稳，部分标的估值吸引力凸显

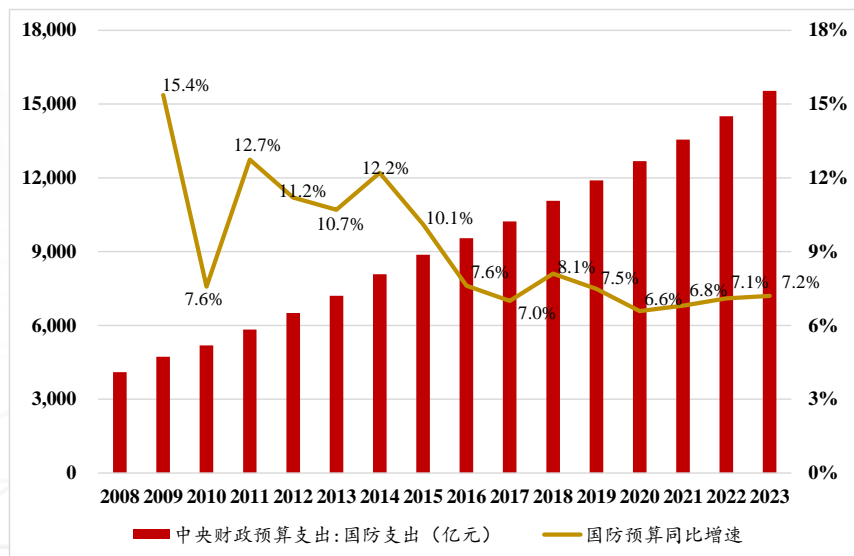
2.3 中期调整带来短期业绩扰动，重视股价支撑点

二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

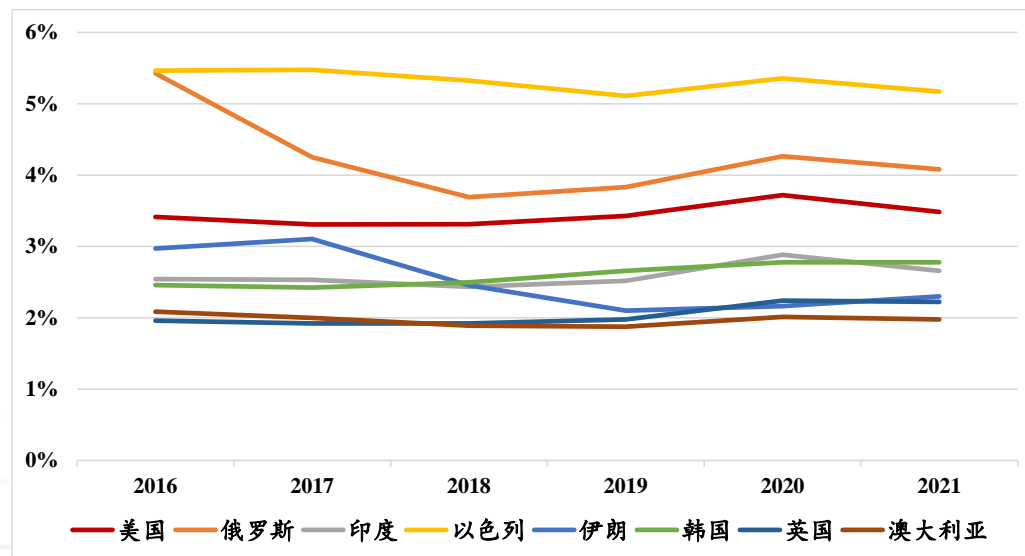
■ 2.1 2023年我国国防预算增速7.2%，增速连续3年上调

- 2023年我国国防预算约为15537亿元人民币，增速7.2%，较去年上调0.1pcts。2020-2023年，我国国防支出预算1.27万亿元、1.38万亿元、1.48万亿元和1.58万亿元，增速分别为6.6%、6.8%、7.1%和7.2%。
- 我国国防军费占GDP比重在1.2%左右。2021年数据，美国、俄罗斯、印度、英国和以色列国防支出占GDP的比重分别为3.5%、4.1%、2.7%、2.2%和5.2%，远高于我国不到1.5%的比重。

图表7：我国国防支出预算及增速



图表8：各国国防支出占GDP比例



资料来源：iFinD，SIPRI，环球网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

■ 2.2 航空航天领域前瞻性指标保持较快增长

- 航空航天领域部分标的日常关联交易预计值保持较快增长，景气有望延续。

a) 航空方面，中航西飞、中直股份、中航光电和江航装备等2023年日常关联交易预计值同比增速分别为26%、51%、34%和32%；

b) 航天方面，航天电器2023年日常关联交易预计值同比增速达38%。

图表9：军工央企2023年和2022年日常关联交易预计值同比增速

| 军工集团 | 上市公司 | 2022 年日常关联交易同比增速 | 2023 年日常关联交易同比增速 |
|--------|------|------------------|------------------|
| 航空工业集团 | 中航沈飞 | 20.16% | 3.38% |
| | 中航西飞 | 12.16% | 25.62% |
| | 中航重机 | 33.33% | 12.50% |
| | 中航电测 | 20.00% | 0.00% |
| | 中直股份 | -6.47% | 51.15% |
| | 中航机电 | 30.00% | — |
| | 中航电子 | 33.33% | 0.00% |
| | 中航高科 | 8.57% | 18.42% |
| | 中航光电 | 40.08% | 33.61% |
| | 江航装备 | 30.91% | 31.94% |
| 航发集团 | 航发动力 | 20.00% | 17.12% |
| | 航发控制 | 30.30% | 2.33% |
| 航天科工集团 | 航天电器 | 10.34% | 37.50% |
| 航天科技集团 | 中国卫星 | 0.00% | 0.00% |
| | 航天电子 | 0.00% | 22.22% |
| 中船集团 | 中国海防 | 0.00% | -6.06% |
| | 中国动力 | -53.89% | 38.55% |
| 兵器工业集团 | 内蒙一机 | 1.45% | -9.18% |

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

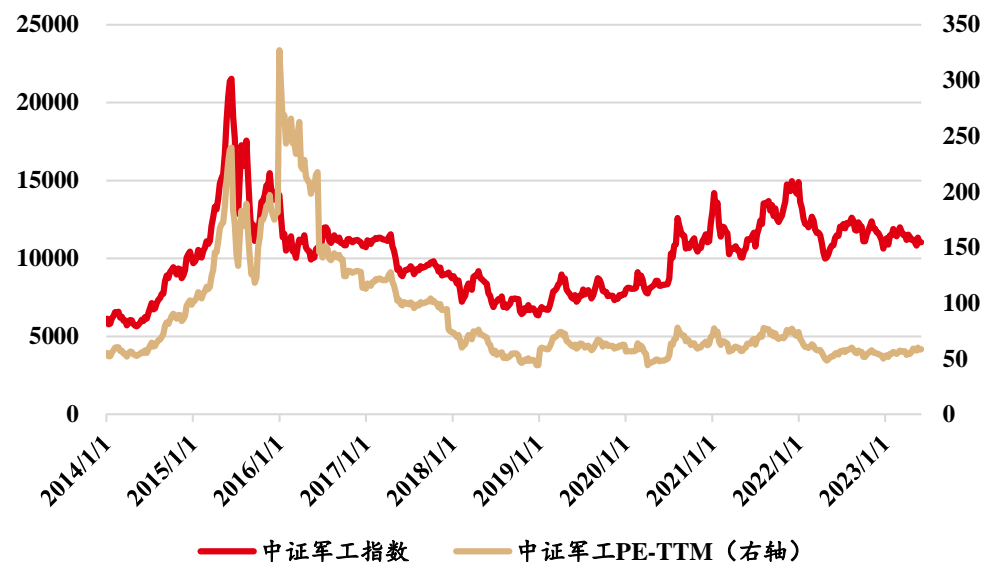
■ 2.3 军工指数基本平稳，部分标的估值吸引力凸显

- 今年以来，中证军工指数基本平稳。截至6月2日，中证军工指数11,041.36，较年初小幅下跌0.19%。
- 截至6月2日，军工板块PE-TTM估值为58.49倍，处于28%分位（2014年起），军工板块PB估值为3.15倍，处于36%分位（2014年起）。

图表10：中证军工指数



图表11：中证军工PE-TTM估值



二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

■ 2.3 军工指数基本平稳，部分标的估值吸引力凸显

- 行业增速下降及“十四五”中期调整等不确定性因素影响，部分军工核心标的年初以来较大调整，部分标的估值吸引力凸显。
- 振华科技、鸿远电子、宏达电子、火炬电子等上游被动元器件标的PE-TTM已经降至20倍左右；中航重机、光威复材、三角防务、宝钛股份、派克新材、西部超导等材料类标的PE-TTM已经降至30倍左右；紫光国微、中航光电等国防信息化标的PE-TTM已经降至30倍左右；中航沈飞PE-TTM降至50倍左右，均处于历史较低水平。

图表12：部分军工标的估值分位

| 公司名称 | PE-TTM 估值 | 估值分位 | 计算起始日期 |
|------|-----------|--------|------------|
| 光威复材 | 28.09 | 0.37% | 2017/9/5 |
| 三角防务 | 26.63 | 0.42% | 2019/5/21 |
| 宏达电子 | 19.91 | 0.46% | 2017/11/21 |
| 鸿远电子 | 22.04 | 0.62% | 2019/5/15 |
| 振华科技 | 18.59 | 0.66% | 2014/1/1 |
| 紫光国微 | 30.26 | 0.83% | 2014/1/1 |
| 派克新材 | 24.39 | 1.22% | 2020/8/25 |
| 宝钛股份 | 32.09 | 1.53% | 2014/1/1 |
| 西部超导 | 34.39 | 2.20% | 2019/7/23 |
| 新雷能 | 36.92 | 2.42% | 2017/1/13 |
| 火炬电子 | 20.98 | 3.57% | 2015/1/26 |
| 中航光电 | 29.92 | 4.42% | 2014/1/1 |
| 隆达股份 | 70.79 | 14.22% | 2022/7/22 |
| 中航重机 | 30.11 | 16.56% | 2014/1/1 |
| 钢研高纳 | 55.56 | 30.58% | 2014/1/1 |
| 中航沈飞 | 47.25 | 33.91% | 2018/3/31 |

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

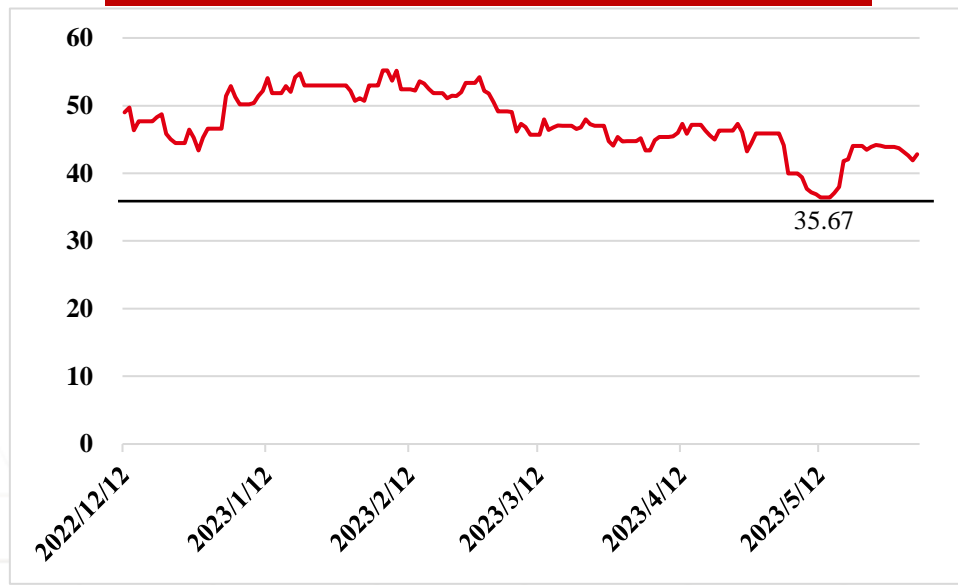
请参阅附注免责声明

二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

■ 2.4 中期调整带来短期业绩扰动，重视股价支撑点

- 受国防“十四五”中期计划调整影响，部分标的短期业绩波动较大。以长盈通为例，公司在年报中披露，自2022年第四季度以来，受到军方规划和终端军品结构调整以及国内经济下滑影响，导致下游客户订单计划放缓。
- 短期业绩扰动下，部分标的或不再适用PE估值，需要重视首发价格、股权激励授予价格、重要股东增持价格等股价支撑点。
- 以长盈通为例，公司首发价格为35.67元/股，高管与核心员工参与战略配售8436万元，首发价格对公司股价形成了支撑，5月18日，公司发布2023年限制性股票激励计划（草案）彰显长期发展信心。

图表13：长盈通股价（元/股）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

■ 2.4 中期调整带来短期业绩扰动，重视股价支撑点

图表14：首发价格与高管及核心员工参与战略配售情况

| 上市公司 | IPO时间 | 首发价格 | 高管、核心员工战略配售 (万元) | 当前价格 (向后复权) | 最低价格 (向后复权) | 当前价格/首发价格 |
|------|------------|--------|---------------------|----------------|----------------|-----------|
| 航天南湖 | 2023-05-18 | 21.17 | 0 | 26.81 | 24.13 | 127% |
| 高华科技 | 2023-04-18 | 38.22 | 6800 | 42.31 | 34.60 | 111% |
| 长盈通 | 2022-12-12 | 35.67 | 8436 | 42.80 | 35.85 | 120% |
| 晶品特装 | 2022-12-08 | 60.98 | 0 | 75.35 | 73.00 | 124% |
| 邦彦技术 | 2022-09-23 | 28.88 | 4890 | 25.92 | 20.00 | 90% |
| 振华风光 | 2022-08-26 | 66.99 | 25000 | 108.08 | 90.00 | 161% |
| 西测测试 | 2022-07-26 | 43.23 | 0 | 38.33 | 35.65 | 89% |
| 国博电子 | 2022-07-22 | 70.88 | 0 | 79.18 | 76.51 | 112% |
| 隆达股份 | 2022-07-22 | 39.08 | 20000 | 29.91 | 26.18 | 77% |
| 思科瑞 | 2022-07-08 | 55.53 | 6186 | 57.52 | 48.70 | 104% |
| 超卓航科 | 2022-07-01 | 41.27 | 6796 | 47.66 | 41.90 | 115% |
| 中无人机 | 2022-06-29 | 32.35 | 0 | 50.85 | 42.80 | 157% |
| 华如科技 | 2022-06-23 | 52.03 | 0 | 68.25 | 48.88 | 131% |
| 铖昌科技 | 2022-06-06 | 21.68 | 0 | 110.46 | 26.02 | 509% |
| 景业智能 | 2022-04-29 | 33.89 | 7016 | 82.80 | 28.16 | 244% |
| 理工导航 | 2022-03-18 | 65.21 | 3048 | 56.19 | 32.93 | 86% |
| 立航科技 | 2022-03-15 | 19.70 | 0 | 34.46 | 23.64 | 175% |
| 华秦科技 | 2022-03-07 | 189.50 | 0 | 397.49 | 234.56 | 210% |
| 坤恒顺维 | 2022-02-15 | 33.80 | 5426 | 58.43 | 23.09 | 173% |
| 臻镭科技 | 2022-01-27 | 61.88 | 8400 | 88.76 | 42.72 | 143% |
| 佳缘科技 | 2022-01-17 | 46.80 | 0 | 65.39 | 40.40 | 140% |

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

■ 2.4 中期调整带来短期业绩扰动，重视股价支撑点

图表15：部分军工上市公司股权激励情况

| 上市公司 | 激励类型 | 授予日期 | 授予价格（除权） | 当前价格 |
|------|-------|-------------|----------|-------|
| 航天电器 | 限制性股票 | 2023年5月30日 | 46.00元/股 | 58.93 |
| 中航西飞 | 限制性股票 | 2023年2月7日 | 13.45元/股 | 24.77 |
| 中航沈飞 | 限制性股票 | 2023年3月17日 | 32.08元/股 | 58.47 |
| 中航光电 | 限制性股票 | 2022年12月1日 | 24.48元/股 | 41.96 |
| 天奥电子 | 限制性股票 | 2022年7月5日 | 13.34元/股 | 24.53 |
| 四创电子 | 限制性股票 | 2022年5月26日 | 21.36元/股 | 31.47 |
| 航天晨光 | 限制性股票 | 2022年5月10日 | 7.45元/股 | 14.39 |
| 爱乐达 | 限制性股票 | 2023年2月8日 | 13.39元/股 | 24.58 |
| 新劲刚 | 限制性股票 | 2022年12月5日 | 11.18元/股 | 24.68 |
| 智明达 | 限制性股票 | 2022年11月23日 | 40.27元/股 | 51.58 |
| 中简科技 | 限制性股票 | 2022年11月11日 | 23.36元/股 | 47.93 |
| 睿创微纳 | 限制性股票 | 2022年10月28日 | 20元/股 | 49.80 |
| 亚光科技 | 限制性股票 | 2022年9月19日 | 3.03元/股 | 6.97 |
| 航宇科技 | 限制性股票 | 2022年9月15日 | 35元/股 | 65.10 |
| 安达维尔 | 限制性股票 | 2022年9月9日 | 6.01元/股 | 12.77 |
| 航天宏图 | 限制性股票 | 2022年8月10日 | 22.05元/股 | 57.88 |
| 三角防务 | 限制性股票 | 2022年7月19日 | 21.92元/股 | 34.01 |
| 图南股份 | 限制性股票 | 2022年7月6日 | 20.93元/股 | 46.10 |
| 光威复材 | 限制性股票 | 2022年5月20日 | 15.92元/股 | 30.35 |

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

二、军费增速进一步提升，航空航天景气延续

■ 2.4 中期调整带来短期业绩扰动，重视股价支撑点

图表16：部分军工上市公司重要股东增持情况

| 上市公司 | 增持类型 | 增持时间 | 增持金额（万元） | 增持均价(除权) | 当前价格 |
|------|------------|------------------|----------|----------|-------|
| 北摩高科 | 控股股东 | 2023年5月 | 2081 | 41.54 | 43.63 |
| | | 2022年8-9月 | 3749 | 46.81 | 43.63 |
| 中航电子 | 控股股东 | 2022年10月-2023年4月 | 2622 | 19.28 | 14.91 |
| 理工导航 | 控股股东 | 2022年10月-2023年3月 | 304 | 49.34 | 55.56 |
| 烽火电子 | 控股股东及一致行动人 | 2022年 | 7597 | 7.66 | 9.33 |
| 中航西飞 | 控股股东一致行动人 | 2022年6月 | 5993 | 27.90 | 24.77 |
| 中航高科 | 控股股东一致行动人 | 2022年5-11月 | 6226 | 24.09 | 23.80 |
| 中航光电 | 控股股东一致行动人 | 2022年 | 6671 | 45.05 | 41.96 |
| 中航沈飞 | 控股股东一致行动人 | 2022年7月 | 6290 | 61.34 | 58.47 |
| | 高管增持 | 2022年5月 | 148 | 52.42 | 58.47 |
| 甘化科工 | 控股股东 | 2021年12月-2022年5月 | 1249 | 12.49 | 10.78 |

资料来源：iFinD，各公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明



中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

- 3.1 新技术：关注隐身、弹载相控阵、数字相控阵渗透率提升
- 3.2 新产品：航空航天新型号定型量产，相关配套商有望受益
- 3.3 新市场：军贸市场有望成为下一个行业风口

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

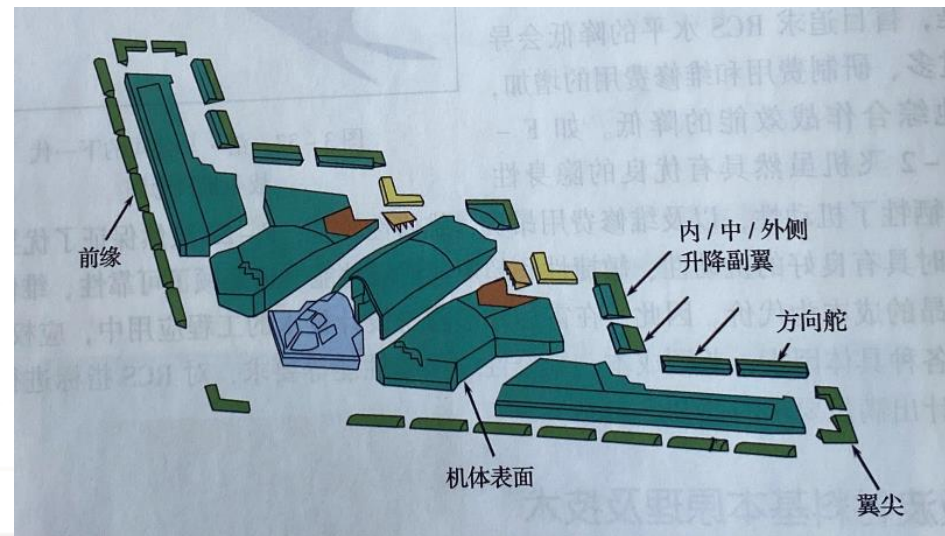
■ 新技术：隐身技术

- 隐身材料在国外隐身飞机上已有大量应用。F-117A大量使用了多面体外形设计和雷达吸波材料等隐身手段，使常规雷达作用距离缩减73%；B-2飞机在前后缘采用了结构型吸波材料，机体表面采用吸波涂层。
- 我国歼20隐身战斗机已实现量产。隐身技术有望应用到隐身轰炸机、隐身无人机、隐身导弹等领域。建议关注隐身材料行业投资机会，主要标的包括华秦科技、光启技术等。

图表17：战斗机外形散射源



图表18：B-2飞机吸波材料应用情况



资料来源：《雷达隐身技术分析及进展》，《飞行器隐身技术》，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

■ 新技术：弹载相控阵技术

- 弹载相控阵技术刚处在产业化的初期，未来渗透率有望持续提升，市场空间广阔。据统计，一部有源相控阵雷达天线系统成本占雷达总成本的70%-80%，TR组件占据了有源相控阵雷达天线成本的绝大部分。建议关注TR组件产业链投资机会，主要标的包括国博电子、臻镭科技、亚光科技等。

图表19：TR组件产业链相关企业



资料来源：国博电子招股书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

■ 新技术：数字相控阵雷达技术

- 目前国外最先进的机载、舰载、车载平台均配备全数字相控阵雷达，如装备美军最新全电驱逐舰的SPY-6、装备F-35的AN/AGP-81、装备萨德陆基反导系统的AN/TPY-2等，具备“侦干探通”一体化工作能力。
- 数字阵列雷达每个TR组件或通道都需要配备ADC/DAC芯片，需求量较模拟相控阵要提升1-2个数量级。建议关注高速高精度ADC领域投资机会，主要标的包括臻镭科技、振芯科技等。

图表20：AN/TPY-2中频数字相控阵雷达



图表21：AN/TPY-2参数

| 性能 | 数据 | 性能 | 数据 |
|------------|--------------|------------|--------------------------------------|
| 主要用途 | 早期弹道导弹预警、火控 | 作用距离 (千米) | 2300 (RCS=100平方米) 1700 (RCS=1平方米) |
| 体制 | 固体有源相控阵多功能雷达 | 工作频段 | X波段 |
| 覆盖范围 | 方位: 120° | 发射功率 (千瓦) | 峰值: 405 平均: 60~80 |
| 单元数量 (个) | 25334个 | 阵元峰值功率 (瓦) | 16 |
| 天线面积 (平方米) | 9.2 | 子阵数量 (个) | 72 |

资料来源：《THAAD反导系统中的“千里眼”——AN/TPY-2雷达》，中邮证券研究所

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

- 新产品：“十四五”或将有新型战机、导弹等定型量产
 - 国内首款四代机歼20的成功实现了我国航空工业研制能力和航空武器装备建设从第三代向第四代的跨越，新型四代机有望定型量产。
 - 新型装备量产将为产业链相关企业带来新增量，建议关注“十四五”期间航空航天新型装备的定型量产。

图表22：隐身有人机与隐身无人机联合作战图示



图表23：我国第三艘航母下水命名



资料来源：CCTV-7，新华网，中邮证券研究所

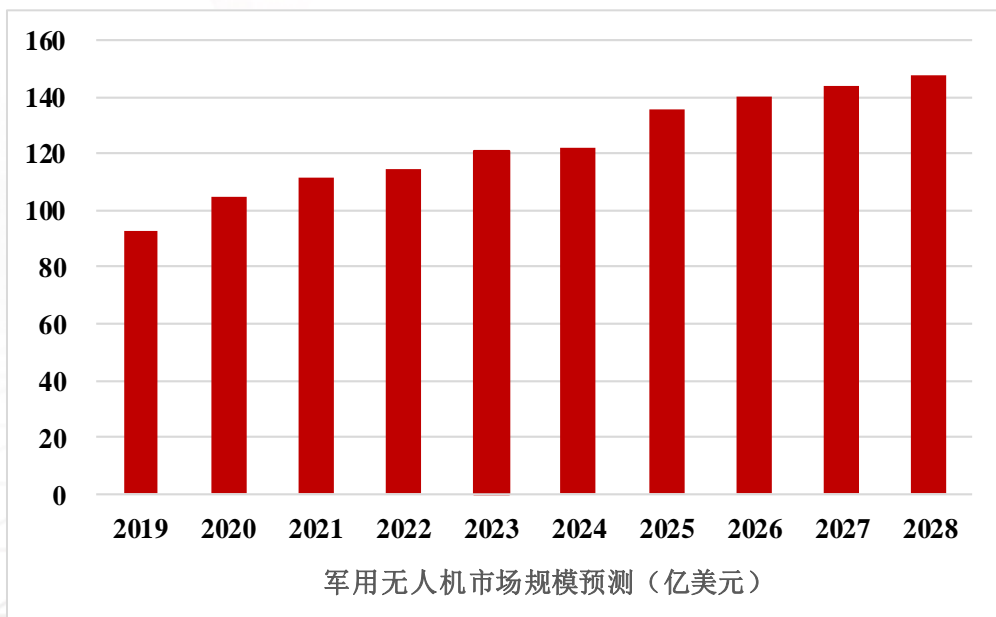
请参阅附注免责声明

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

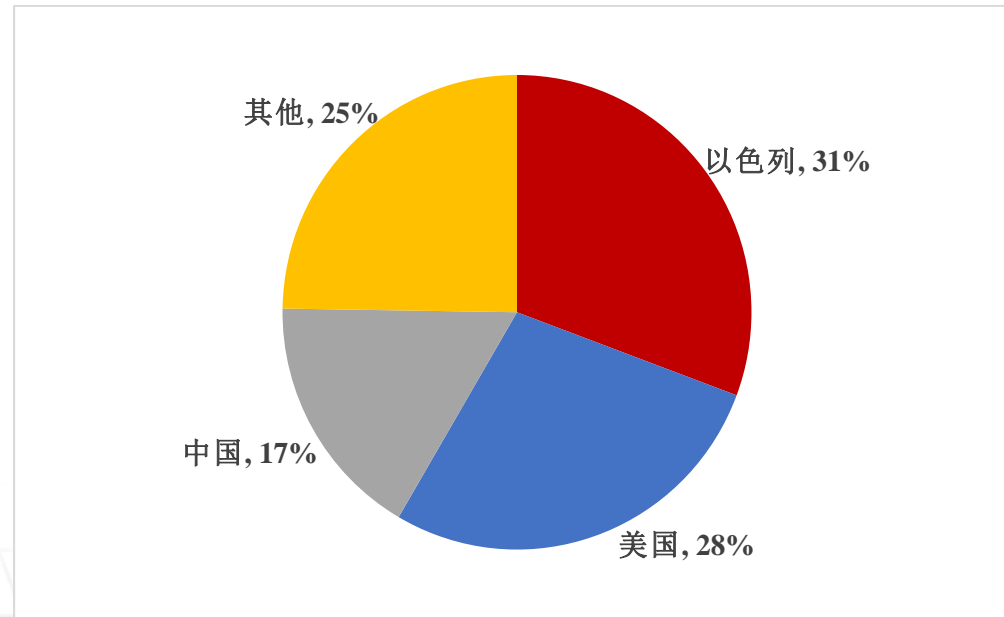
■ 新产品-无人机：未来战争演变方向，逐步从辅助迈向主力

- 我国军用无人机发展起步晚于美国、以色列、英国等，近十几年我国无人机产业厚积薄发、发展迅速。国际市场上，中国无人机产品份额17%。国内市场上，无人机将是中国军队建设的重要组成部分。
- 无人机产业受益于国内列装和军贸出口，建议关注航天彩虹、中无人机、航天电子等。

图表24：全球军用无人机市场规模预测



图表25：2010-2020年全球无人机军贸市场占比



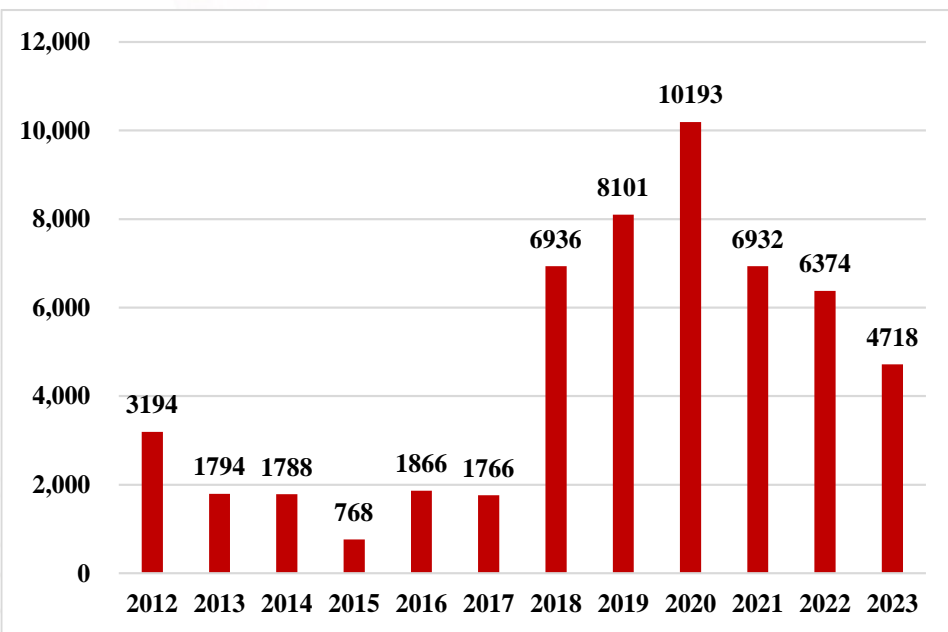
资料来源：中航无人机招股书，中邮证券研究所

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

■ 新产品-远程火箭弹：既能打得远打得准，还能打得起

- 美国的GMLRS火箭弹射程可以超过70公里，其最新的增程版最大射程为150公里，极大地提高了M270多管火箭炮和M142高机动多管火箭炮的作战性能。洛马至今已交付GMLRS火箭弹6万余发。
- 作为陆军炮兵的重要装备，我国有望加速列装远程火箭弹，建议关注理工导航、北方导航等标的。

图表26：美国防部近年对GMLRS采购量（枚）



图表27：AR3远程火箭炮武器系统



资料来源：美国国防部，光明网，洛马官网，中邮证券研究所

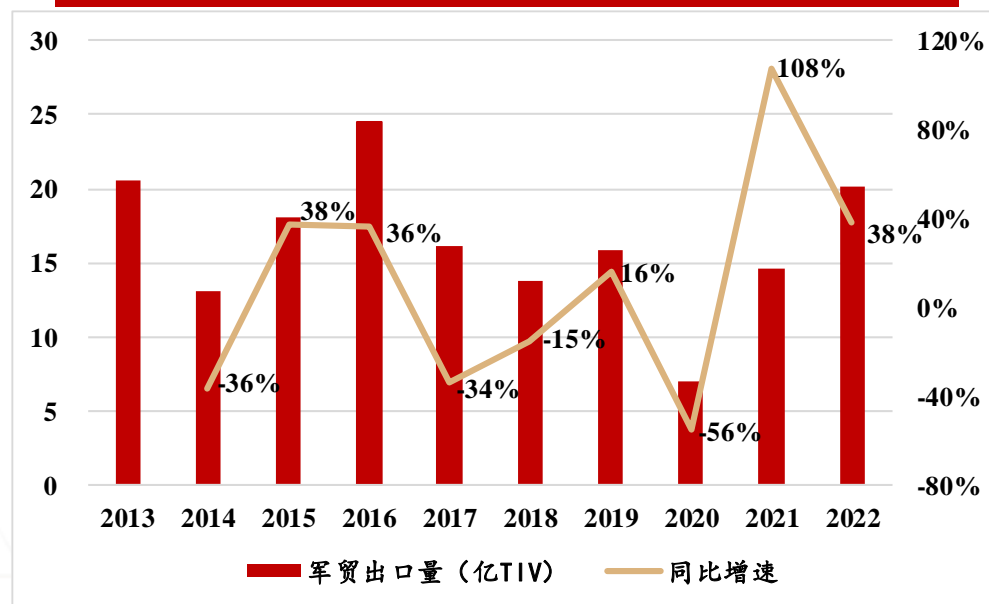
请参阅附注免责声明

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

■ 新市场：中国日益走向世界舞台中央，军贸有望成为下一个风口

- 全球军贸市场约2000亿美元/年，俄乌冲突下军贸市场上行。2023财年，美国国防预算增加到创纪录的8579亿美元，同比增长8%；欧洲多国军费占GDP比例将提至2%；印度、沙特、巴基斯坦、阿尔及利亚等军贸进口大国国防预算普遍上涨。
- 中国军贸出口恢复良好。2020年中国军贸出口仅7.04亿TIV。2021年以来，我国军贸恢复良好，2022年出口量20.17亿TIV。
- 中国军贸市占率有望提升：1) 中国日益走近世界舞台中央，“朋友圈”不断扩大；2) “一种产品服务两个市场”，我国部分先进主战装备进入军贸市场，具备国际竞争力；3) 中国军贸出口5%的全球市占率与我国大国地位不匹配，我国军贸市占率有望提升。

图表28：2013-2022中国军贸出口量



三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

■ 新市场：中国日益走向世界舞台中央，军贸有望成为下一个风口

- 全球军贸市场需求分散、供给集中。前10大军贸进口国占全球军贸需求总量的55%，中东的沙特、卡塔尔、埃及和阿联酋分别占全球军贸市场的10%、6%、4%、3%；前5大军贸出口国占全球军贸供给的76%，美俄法中分别为40%、16%、11%、5%。

图表29： 2018-2022军贸进出口矩阵图（交易量占比）

| 进口 出口 | 印度 | 沙特 | 卡塔尔 | 澳大利亚 | 中国 | 埃及 | 韩国 | 巴基斯坦 | 日本 | 阿联酋 | 阿尔及利亚 | 其他 | 合计 |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 美国 | 1.24% | 7.48% | 2.68% | 3.39% | — | 0.31% | 2.62% | 0.02% | 3.44% | 1.77% | 0.03% | 17.17% | 40.16% |
| 俄罗斯 | 5.04% | 0.01% | 0.03% | — | 3.76% | 1.50% | — | 0.13% | — | 0.14% | 1.32% | 4.26% | 16.20% |
| 法国 | 3.20% | 0.62% | 1.86% | 0.02% | 0.37% | 0.86% | 0.29% | — | 0.00% | 0.04% | 0.09% | 3.41% | 10.75% |
| 中国 | — | 0.16% | 0.06% | 0.00% | — | 0.01% | — | 2.81% | — | 0.05% | 0.06% | 2.00% | 5.17% |
| 德国 | 0.16% | 0.15% | 0.08% | 0.11% | 0.08% | 0.73% | 0.70% | 0.06% | 0.01% | 0.04% | 0.17% | 1.87% | 4.16% |
| 意大利 | 0.02% | 0.01% | 0.92% | 0.04% | — | 0.86% | — | 0.10% | — | 0.02% | 0.08% | 1.76% | 3.81% |
| 英国 | 0.22% | 0.24% | 0.50% | 0.01% | 0.07% | — | 0.07% | 0.02% | 0.07% | 0.02% | — | 1.95% | 3.17% |
| 西班牙 | — | 0.47% | — | 0.90% | — | — | — | — | — | 0.05% | 0.00% | 1.13% | 2.55% |
| 韩国 | 0.31% | 0.00% | — | — | — | — | — | — | — | 0.00% | — | 2.04% | 2.36% |
| 以色列 | 0.87% | — | — | — | — | — | 0.02% | — | — | — | — | 1.45% | 2.33% |
| 其他 | 0.12% | 0.45% | 0.29% | 0.19% | 0.28% | 0.20% | 0.00% | 0.51% | 0.02% | 0.55% | 0.05% | | |
| 合计 | 11.18% | 9.60% | 6.43% | 4.66% | 4.55% | 4.48% | 3.70% | 3.66% | 3.54% | 2.68% | 1.82% | | |

资料来源：SIPRI，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

三、中长期展望：关注军工新技术、新产品、新市场

■ 新市场：中国日益走向世界舞台中央，军贸有望成为下一个风口

- 国睿科技、航天彩虹、内蒙一机等上市公司表述，2022年以来军贸订单增长明显，中东、非洲等市场持续开拓。
- 我国军贸拐点有望来临，建议关注受益于军贸发展的标的：国睿科技、航天彩虹、中无人机、中航沈飞、高德红外、广东宏大等。

图表30：相关上市公司军贸业务发展态势

| 上市公司 | 军贸业务发展态势 |
|------|--|
| 国睿科技 | 2022 年中报披露军贸新签合同额创历史同期新高；2022 年 10 月下旬公告披露金额 1.42 亿美元的单笔大订单；2022 年年报披露，公司持续深耕南亚、北非等传统市场，开拓中东、中亚、中南部非洲等新兴市场，多功能情报雷达和多功能反隐身雷达实现首次出口。 |
| 航天彩虹 | 2022 年国际地缘冲突影响，海外客户对无人机产品的认识程度和需求迫切程度均有较大提升，2022 年下半年以来，海外需求及订单明显增加。无人机业务成功与多个国外用户达成续订、增订订单或意向，市场开拓成果显著，销售规模 and 市场份额进一步扩大。 |
| 内蒙一机 | 2022 年，公司军贸业务在巩固目标用户基础上扩展到中东、非洲十多个国家，抓住俄乌冲突机遇力争获取订单；4×4 轮式战车首次实现大批量出口，VT4、VT5 等坦克市场开拓取得新突破，军贸产品美誉度和影响力进一步提升。 |

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

四

投资建议及风险提示

4.1 投资建议

4.2 风险提示

四、投资建议及风险提示

■ 4.1 投资建议

- 军工行业经过了过去近两年时间的较快增长，未来或进入稳定增长期，细分领域业绩差异显著，结构分化加剧或为未来趋势。随着装备技术不断发展，新技术、新产品层出不穷，在新域新质作战领域或将产生较多投资机会。另外，随着中国日益走向世界舞台中央，军贸出口有望成为军工板块新的增长点。建议关注以下两条投资主线：
 - 1) 航空航天高景气延续，建议关注增长更持久、有超额增速的标的，包括中航沈飞、钢研高纳、菲利华、图南股份、盟升电子、振华科技、航天电器、航发控制等；
 - 2) 军工新趋势，建议关注军工新技术、新产品、新市场，包括国睿科技、航天彩虹、国博电子、臻镭科技、北方导航、华秦科技、光启技术、高德红外、广东宏大、亚光科技等。

四、投资建议及风险提示

4.1 投资建议

图表31：盈利预测及估值

| 公司名称 | | 市值/亿元 | 归母净利润/亿元 | | | PE估值 | | |
|---------|------|----------|----------|-------|-------|------|------|------|
| | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 航空航天产业链 | 钢研高纳 | 186.25 | 4.45 | 6.29 | 8.63 | 42 | 30 | 22 |
| | 图南股份 | 140.10 | 3.59 | 4.61 | 5.71 | 39 | 30 | 25 |
| | 航发控制 | 310.91 | 8.23 | 9.89 | 11.93 | 38 | 31 | 26 |
| | 航发动力 | 1,088.63 | 15.56 | 19.60 | 24.66 | 70 | 56 | 44 |
| | 航宇科技 | 95.68 | 2.82 | 4.57 | 6.48 | 34 | 21 | 15 |
| | 派克新材 | 127.21 | 6.30 | 8.24 | 10.60 | 20 | 15 | 12 |
| | 中航沈飞 | 1,150.90 | 29.03 | 36.59 | 45.57 | 40 | 31 | 25 |
| | 北摩高科 | 144.79 | 5.05 | 6.41 | 7.95 | 29 | 23 | 18 |
| | 菲利华 | 247.84 | 6.62 | 8.77 | 11.20 | 37 | 28 | 22 |
| | 盟升电子 | 77.67 | 2.64 | 3.68 | 4.76 | 29 | 21 | 16 |
| | 高德红外 | 344.94 | 8.35 | 10.82 | 13.60 | 41 | 32 | 25 |
| | 航天电器 | 269.23 | 7.88 | 10.74 | 14.45 | 34 | 25 | 19 |
| 新技术 | 华秦科技 | 264.41 | 4.53 | 6.20 | 8.51 | 58 | 43 | 31 |
| | 臻镭科技 | 96.19 | 1.56 | 2.15 | 2.91 | 62 | 45 | 33 |
| | 国博电子 | 314.73 | 6.55 | 8.62 | 11.12 | 48 | 37 | 28 |
| | 亚光科技 | 70.23 | 1.81 | 2.77 | 3.74 | 39 | 25 | 19 |
| 新产品 | 航天彩虹 | 210.86 | 4.52 | 5.85 | 7.68 | 47 | 36 | 27 |
| | 中无人机 | 343.24 | 4.76 | 6.09 | 7.67 | 72 | 56 | 45 |
| | 理工导航 | 48.89 | 1.52 | 2.66 | 3.78 | 32 | 18 | 13 |
| | 北方导航 | 160.40 | 2.92 | 4.14 | 6.04 | 55 | 39 | 27 |
| 新市场 | 国睿科技 | 198.45 | 7.48 | 9.69 | 12.58 | 27 | 20 | 16 |
| | 广东宏大 | 223.60 | 7.06 | 8.37 | 10.08 | 32 | 27 | 22 |

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：数据更新至2023年6月2日，下划线标出标的盈利预测采用iFinD一致预测

四、投资建议及风险提示

■ 4.2 风险提示

- 军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；
- 装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟；
- 军品批量生产后价格降幅超出市场预期等。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

鲍学博 (首席分析师)

SAC编号: S1340523020002

邮箱: baoxuebo@cnpsec.com

马强 (研究助理)

SAC编号: S1340123030011

邮箱: maqiang@cnpsec.com

王煜童 (研究助理)

SAC编号: S1340123030010

邮箱: wangyutong@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES