

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

增速放缓，景气链传导到中游环节

——国防军工 2022 年&2023Q1 财报总结

证券研究报告-行业专题研究

同步大市(下调)

国防军工相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 06 月 09 日



资料来源：聚源数据、中原证券

相关报告

《国防军工行业专题研究：短期增速放缓无惧，未来仍有较大空间--国防军工行业 2022 年中报业绩总结》 2022-09-27

《国防军工行业专题研究：景气度从上游传导到中游环节--国防军工行业 2021 年报 & 2022Q1 业绩总结》 2022-05-20

《国防军工行业点评报告：中原证券军工行业点评：航发动力关联交易持续高增长，航空发动机产业景气拐点将至》 2022-01-12

联系人：马钦琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **2022 年国防军工行业增速放缓，2023 年毛利率开始反弹：**2022 年申万国防军工行业营业收入 5166.38 亿，同比增长 7.88%，归母净利润 293.77 亿，同比下滑 7.83%，2023 年 Q1 申万国防军工营业收入 997.24 亿，同比增长 4.13%，归母净利润 73.66 亿，同比下滑 4.79%，增速放缓。2022 年申万国防军工毛利率、净利率分别为 19.6%、6.03%，同比小幅下滑；2023Q1 毛利率上升到 22.78%，净利率上升到 7.55%。

- **军工集团业绩分析：航空装备稳健增长。**2022 年营业收入增速：航空装备（+13.39%）、航天装备（+11.14%）营业收入增速较高。2022 年地面兵装、航空装备归母净利润增速分别增长 28.04%、22.32%，领先其他集团。综合看，2022 年&2023 年，航空装备保持了稳健增长。

- **产业链各环节业绩分析：中游业绩开始领跑，上游环节增速下滑。**2022 年营业收入增速：零部件加工（+29.63%）、新材料（+22.39%）、零部件（17.61%）环节增速较高。2023 年一季度营业收入增速的排名趋势也大致延续 2022 年报。

2023 年一季报归母净利润增速零部件加工（+30.33%）、零部件（+26.03%）、航空发动机（+25.61%）、分系统（+21.74%）等中游环节位居第一梯队。

- **投资建议：**受过去两年行业景气周期基数较高的影响，2022 年国防军工行业整体增速有放缓趋势，但中游成长环节仍然维持了较高的增速，行业景气度已经有从上游转移到中游。2022 年报 & 2023 一季报里面，中游环节的零部件军工、零部件、分系统增速已经开始领先其他产业链环节。

首先，我们继续看好景气传导的中下游环节：军工零部件加工、零部件、分系统龙头。此外，军工上游新材料（钛合金、石英纤维、隐身材料、碳纤维复材等）具备高成长、盈利能力强等特点，产业渗透仍在加速，行业相对增速仍然较高。

其次，发动机产业链开始出现景气向上趋势。发动机也是航空装备的皇冠，是成长空间大、景气周期持续长的细分方向。重点推荐航空发动机核心上市公司。

风险提示：国防开支预算增速不及预期；原材料价格上涨持续；军工订单交付不及预期；军工改革有重大变化。

内容目录

1. 国防军工 2022 年报&2023Q1 总结：业绩承压，盈利稳步上升.....	4
1.1. 申万国防军工 2022 年&2023Q1 增速下行.....	4
1.2. 申万国防军工 2022 年盈利能力同比小幅下滑，2023Q1 有明显提升.....	4
1.3. 申万国防军工 2022 年报经营现金流有所下滑.....	5
1.4. 申万国防军工 2022 年报&2023 年 Q1 存货、合同负债增长承压.....	5
1.5. 申万国防军工 2022 年报应收账款周转小幅加快.....	6
1.6. 国防军工 2022 年报排名申万一级行业中游.....	6
2. 军工集团子行业财报分析.....	8
2.1. 2022 年报：航空装备持续稳健增长，其他集团子行业各有压力.....	8
2.2. 2023 年一季报：航空装备、航天装备继续稳健增长.....	9
2.3. 2022 年报&2023Q1 财报盈利能力：军工电子盈利能力强.....	10
3. 国防军工重点产业链分析.....	10
3.1. 零部件加工：持续高增长，盈利能力持续攀升.....	12
3.2. 零部件：营收增速向上，盈利能力稳中有升.....	14
3.3. 航空发动机：航空发动机需求稳健增长.....	15
4. 行业观点与投资建议.....	17
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：申万国防军工营业收入（亿元，%）.....	4
图 2：申万国防军工归母净利润（亿元，%）.....	4
图 3：申万国防军工毛利率、净利率（%）.....	5
图 4：申万国防军工加权 ROE、资产负债率（%）.....	5
图 5：申万国防军工经营现金流入净额（亿元）.....	5
图 6：申万国防军工存货、合同负债及同比增速（亿元，%）.....	6
图 7：申万国防军工应收账款周转率、存货周转率.....	6
图 8：2022 年报申万国防军工子行业营业收入及同比增速（亿元，%）.....	8
图 9：2022 年报申万国防军工子行业扣非归母净利润及同比增速（亿元，%）.....	9
图 10：2023Q1 申万国防军工子行业营业收入及同比增速（亿元，%）.....	9
图 11：2023Q1 申万国防军工子行业扣非归母净利润及同比增速（亿元，%）.....	10
图 12：国防军工各产业链营业收入及同比增速（亿元，%）.....	11
图 13：国防军工各产业链归母净利润及同比增速（亿元，%）.....	12
图 14：零部件加工板块营业收入（亿元，%）.....	13
图 15：零部件加工板块归母净利润（亿元，%）.....	13
图 16：零部件加工板块盈利指标（%）.....	13
图 17：零部件加工板块存货、合同负债同比增速（%）.....	13
图 18：零部件板块营业收入（亿元，%）.....	14
图 19：零部件板块归母净利润（亿元，%）.....	14
图 20：零部件板块盈利指标（%）.....	15
图 21：零部件板块存货、合同负债同比增速（%）.....	15
图 22：航空发动机板块营业收入（亿元，%）.....	16
图 23：航空发动机板块归母净利润（亿元，%）.....	16
图 24：航空发动机板块盈利指标（%）.....	16
图 25：航空发动机板块存货、合同负债同比增速（%）.....	16

表 1: 2022 年报中信一级行业财务情况 (%)	7
表 2: 申万国防军工与各板块财务情况对比 (%)	8
表 3: 申万国防军工子行业盈利能力 (%)	10
表 4: 国防军工重点公司按产业链分类	11
表 5: 零部件加工核心上市公司财务情况 (亿元, %)	14
表 6: 零部件核心上市公司财务情况 (亿元, %)	15
表 7: 航空发动机核心上市公司财务情况 (亿元, %)	17

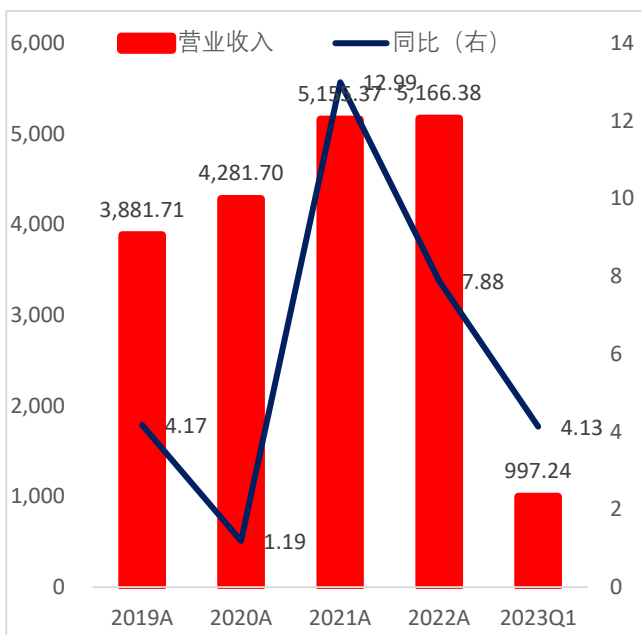
1. 国防军工 2022 年报&2023Q1 总结：业绩承压，盈利稳步上升

1.1. 申万国防军工 2022 年&2023Q1 增速下行

根据 wind 数据库的统计，2022 年申万国防军工实现营业收入 5166.38 亿，同比增长 7.88%，实现归母净利润 293.77 亿，同比下滑 7.83%，近几年首次出现负增长。

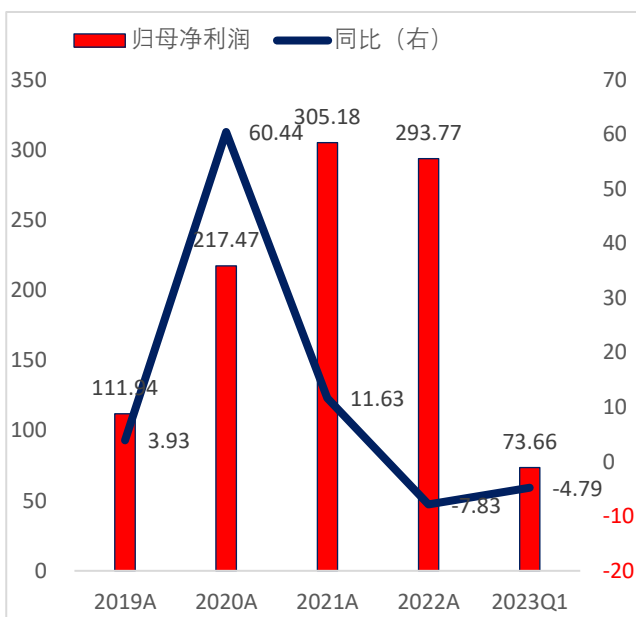
2023 年 Q1 申万国防军工营业收入 997.24 亿，同比增长 4.13%，归母净利润 73.66 亿，同比下滑 4.79%，下滑趋势并没有得到改善。

图 1：申万国防军工营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券

图 2：申万国防军工归母净利润（亿元，%）



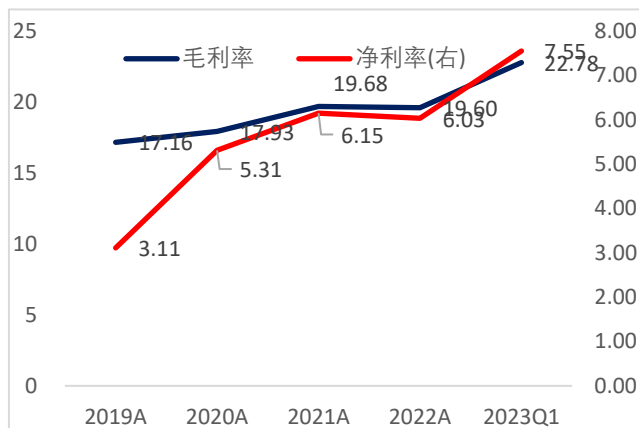
资料来源：Wind、中原证券

1.2. 申万国防军工 2022 年盈利能力同比小幅下滑，2023Q1 有明显提升

根据 wind 数据库的统计，2022 年申万国防军工毛利率、净利率分别为 19.6%、6.03%，同比小幅下滑；加权 ROE 为 4.93%，同比下降 0.17 个百分点。2022 年申万国防军工平均资产负债率为 50.7%，同比下降 0.31 个百分点。

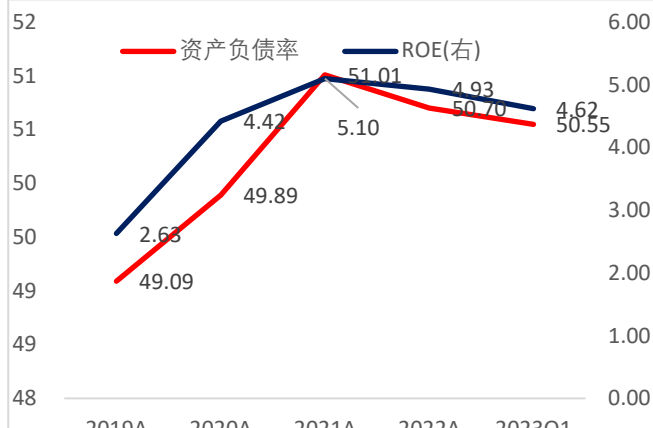
2023Q1 申万国防军工毛利率、净利率显著提升，毛利率上升到 22.78%，净利率上升到 7.55%，对比 2022 年报分别上升了 3.18、1.52 个百分点。

图 3：申万国防军工毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind、中原证券

图 4：申万国防军工加权 ROE、资产负债率（%）



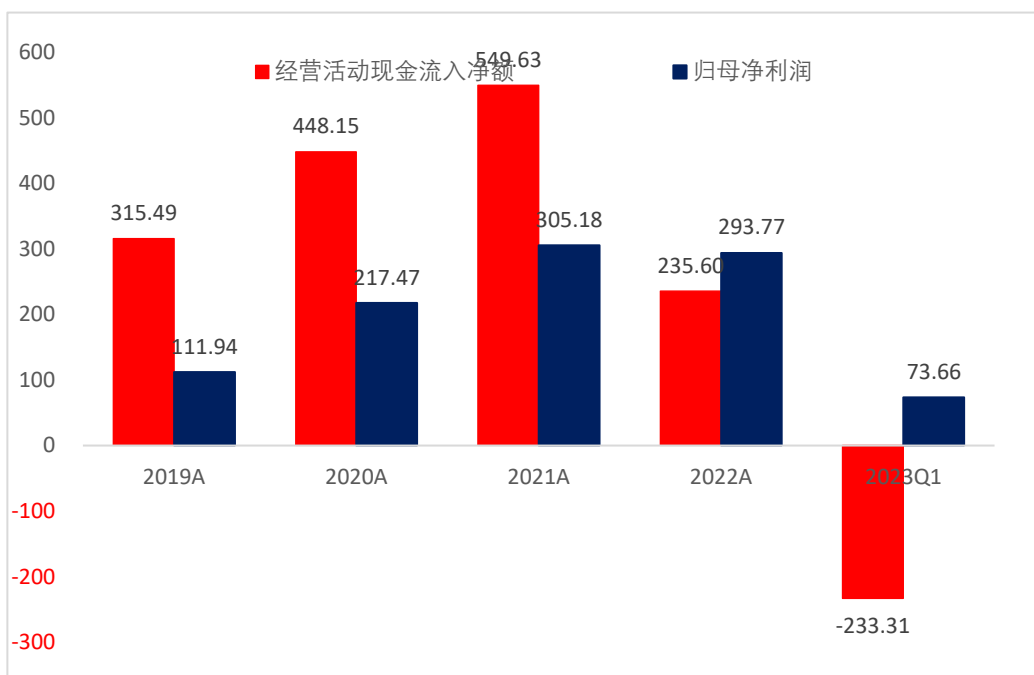
资料来源：Wind、中原证券

1.3. 申万国防军工 2022 年报经营现金流有所下滑

根据 wind 数据库的统计，2022 年申万国防军工经营现金流入净额为 235.6 亿，同比显著下滑，反应今年申万国防军工行业经营现金流有所下滑。

2023 年 Q1 申万国防军工经营现金流入金额为-233.31 亿，一季度现金流欠佳。

图 5：申万国防军工经营现金流入净额（亿元）

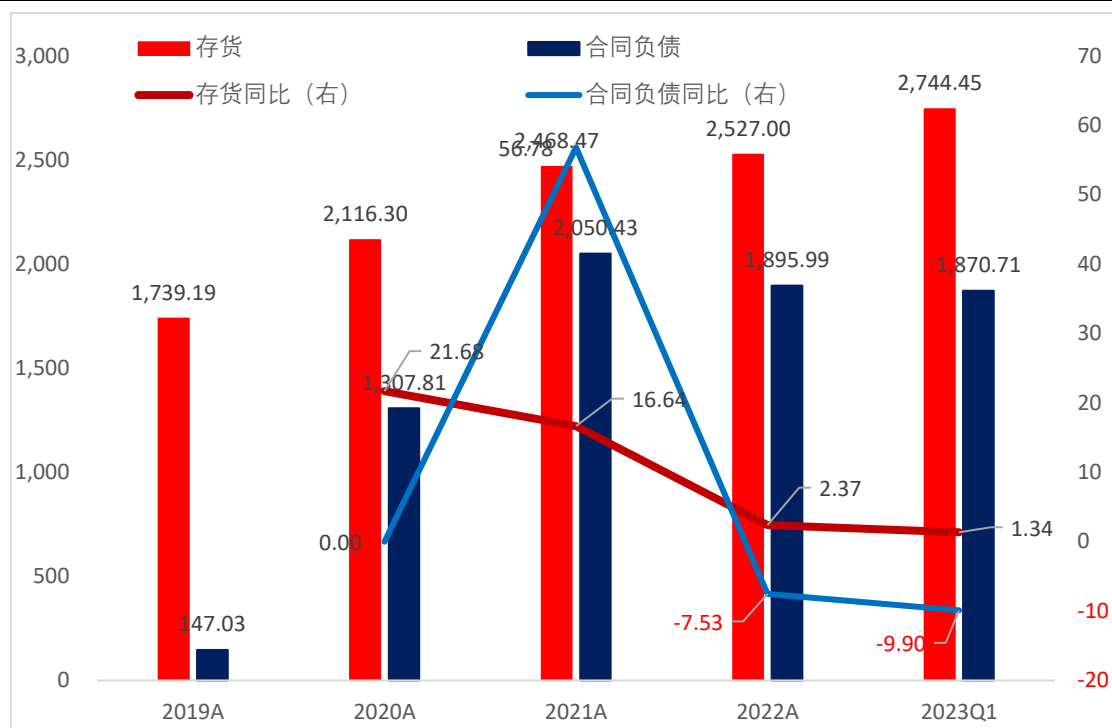


资料来源：Wind、中原证券

1.4. 申万国防军工 2022 年报&2023 年 Q1 存货、合同负债增长承压

根据 wind 数据库的统计，2022 年报申万国防军工存货为 2527.0 亿，同比增长 2.37%；合同负债 1895.99 亿，同比下降 7.23%。2023 年 Q1 存货和合同负债数据继续承压。

图 6：申万国防军工存货、合同负债及同比增速（亿元，%）

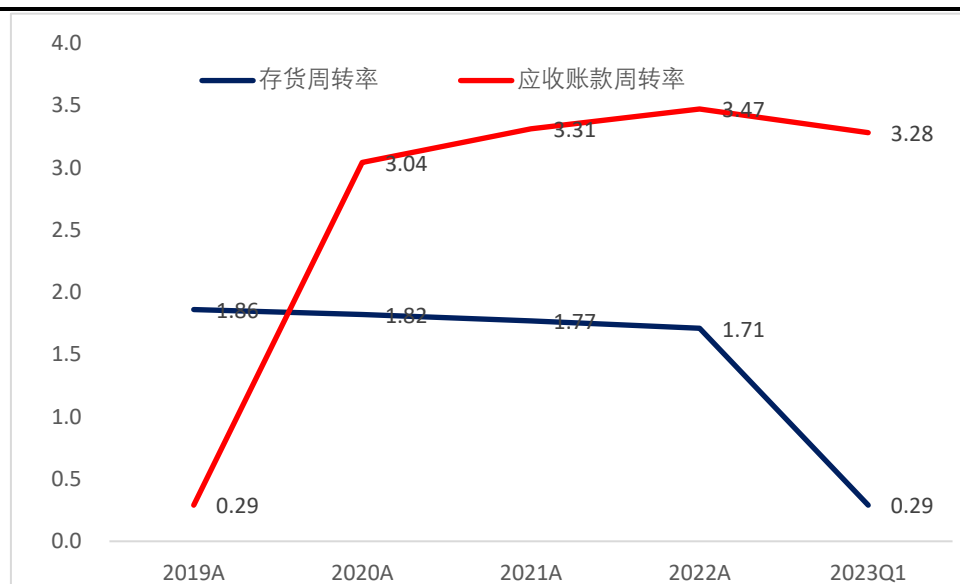


资料来源：Wind、中原证券

1.5. 申万国防军工 2022 年报应收账款周转小幅加快

根据 wind 数据库的统计，2022 年报申万国防军工存货周转率 1.71，同比微跌 0.06，应收账款周转率下降到 3.47，同比微涨 0.16。

图 7：申万国防军工应收账款周转率、存货周转率



资料来源：Wind、中原证券

1.6. 国防军工 2022 年报排名申万一级行业中游

2022 年报 31 个申万一级行业，申万国防军工营业收入增速排名第 10 名，归母净利润增

速排名第 17，扣非归母净利润增速排名第 19 名，各项财务指标处于所有行业中游的位置。

表 1：2022 年报中信一级行业财务情况 (%)

中信一级行业	营收增速 2022A	归母净利润增 速 2022A	扣非归母净利 润增速 2022A	营收增速 2023Q1	归母净利润增 速 2023Q1	扣非归母净利 润增速 2023Q1
SW 电力设备	43.51	80.25	97.68	23.87	31.45	28.13
SW 石油石化	23.99	30.55	33.08	0.27	-9.60	-10.68
SW 基础化工	14.72	-5.91	-6.17	-6.89	-46.99	-49.17
SW 公用事业	14.43	55.76	152.13	3.66	40.71	44.28
SW 有色金属	14.31	67.16	73.35	3.14	-21.63	-22.41
SW 农林牧渔	12.68	153.28	147.18	15.57	70.79	57.81
SW 医药生物	9.54	-6.21	10.52	2.14	-28.17	-33.12
SW 通信	9.27	17.24	22.49	8.64	9.04	2.23
SW 交通运输	7.88	-44.46	-42.61	3.84	3.23	-6.05
SW 国防军工	7.88	-7.83	-10.25	4.13	-4.79	-3.82
SW 煤炭	7.58	49.11	46.31	-0.56	1.97	-0.03
SW 食品饮料	7.54	12.34	15.02	10.83	18.24	17.94
SW 建筑装饰	7.44	10.07	7.31	7.35	12.30	17.20
SW 美容护理	7.37	-35.25	12.84	5.65	29.76	20.84
全部 A 股	6.62	0.84	2.86	3.83	1.37	-0.71
SW 汽车	3.86	-1.39	1.76	4.52	6.45	-11.55
SW 轻工制造	1.96	-32.41	-35.74	-8.38	-27.67	-44.87
SW 计算机	0.84	-46.74	-52.32	-1.22	53.69	-117.93
SW 银行	0.71	7.59	7.64	1.41	2.37	1.54
SW 家用电器	-0.35	9.80	20.05	3.59	13.33	11.47
SW 电子	-1.44	-28.55	-38.36	-7.71	-57.40	-76.62
SW 环保	-1.69	-13.30	-18.83	1.95	1.34	-5.08
SW 机械设备	-1.82	-8.83	-7.86	1.39	-4.60	-2.75
SW 纺织服饰	-2.80	-42.74	-44.53	3.94	-5.30	-13.76
SW 非银金融	-5.45	-26.97	-27.48	16.19	64.68	76.73
SW 传媒	-6.16	-66.93	-74.10	-0.76	17.92	-1.38
SW 钢铁	-6.37	-73.05	-77.52	-5.14	-69.73	-74.48
SW 社会服务	-6.58	-41.66	-27.36	19.33	139.80	107.97
SW 综合	-7.89	-83.11	-150.61	18.79	82.52	68.56
SW 房地产	-8.20	-338.14	-538.88	2.60	-22.95	57.55
SW 商贸零售	-9.07	60.91	40.59	1.41	32.35	-10.25
SW 建筑材料	-12.75	-46.19	-50.71	0.08	-64.55	-75.39

资料来源：Wind、中原证券

对比全部 A 股、创业板、科创板、北证 A 股，国防军工营业收入增速小幅领先 A 股平均水平，归母净利润增速低于 A 股平均水平。

表 2：申万国防军工与各板块财务情况对比（%）

板块	营收增速 2022A	归母净利润增 速 2022A	扣非归母净利 润增速 2022A	营收增速 2023Q1	归母净利润 增速 2023Q1	扣非归母净利 润增速 2023Q1
SW 国防军工	7.88	-7.83	-10.25	4.13	-4.79	-3.82
全部 A 股	6.62	0.84	2.86	3.83	1.37	-0.71
科创板	29.17	5.59	9.16	0.10	-49.46	-61.15
创业板	19.18	9.85	21.87	11.24	2.98	-5.31
北证 A 股	21.87	6.44	0.99	8.84	-27.30	-34.59
上证 A 股	6.72	2.15	3.22	3.54	3.19	1.81
深证 A 股	6.28	-4.87	1.10	4.57	-5.73	-11.42

资料来源：Wind、中原证券

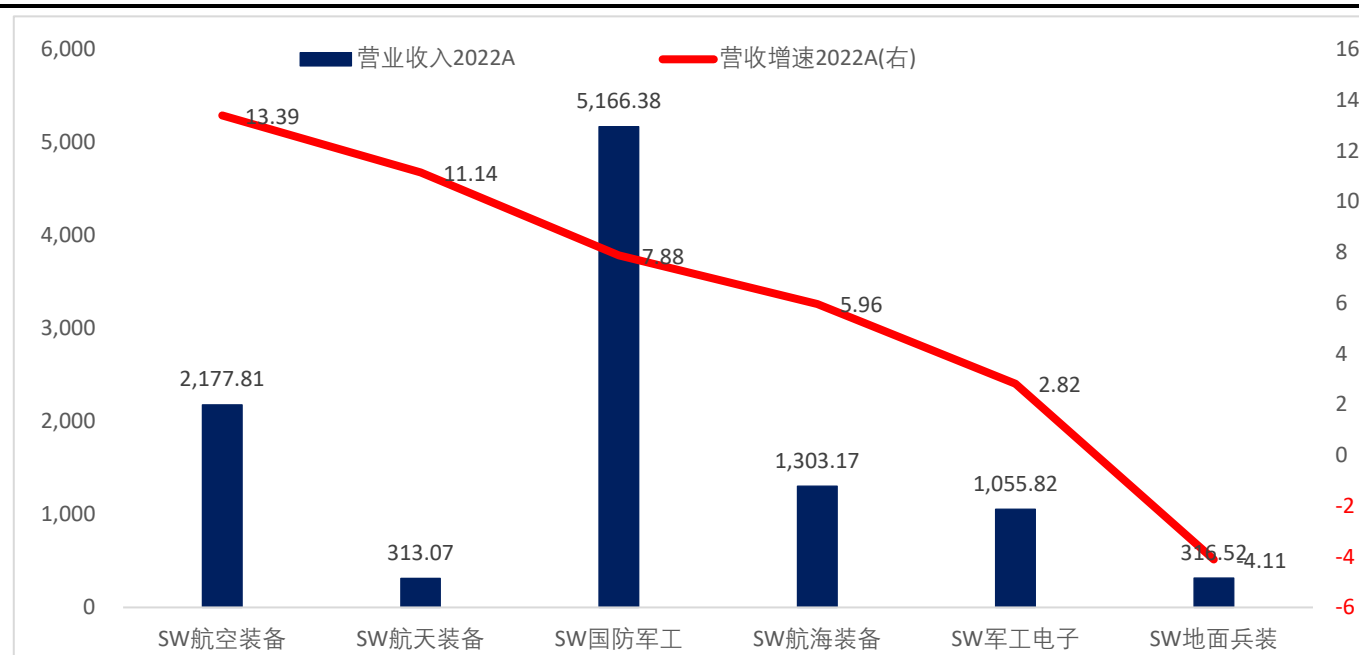
2. 军工集团子行业财报分析

2.1. 2022 年报：航空装备持续稳健增长，其他集团子行业各有压力

2022 年营业收入增速：航空装备（+13.39%）、航天装备（+11.14%）营业收入增速较高。SW 国防军工行业整体增速为 7.88%。

地面兵装（-4.11%）、军工电子（2.82%）、航海装备（5.96%）增速靠后。

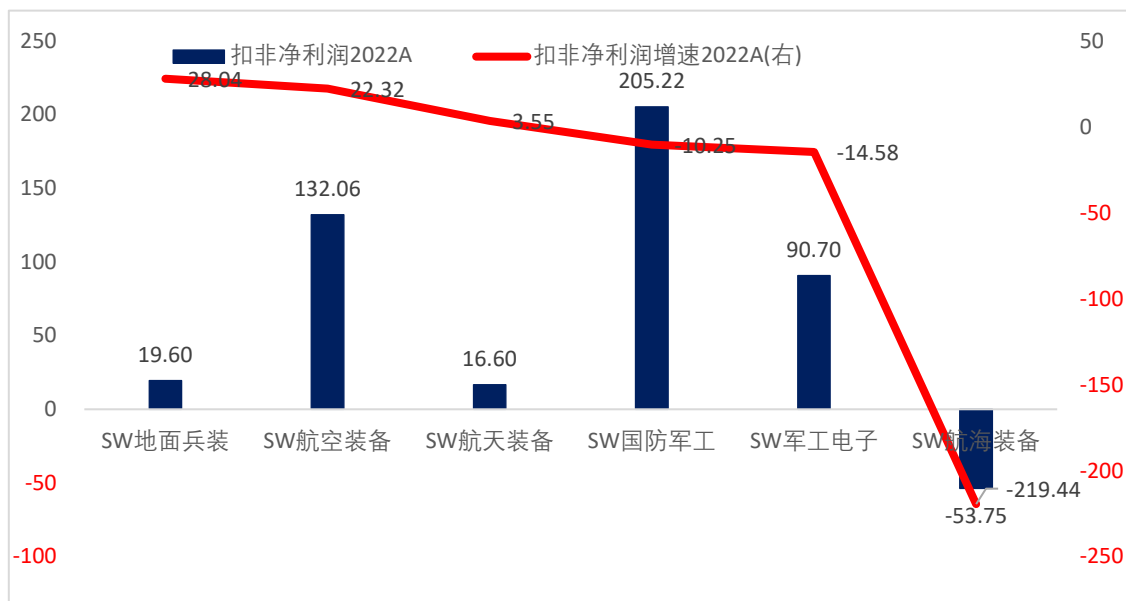
图 8：2022 年报申万国防军工子行业营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券

2022 年扣非归母净利润增速：地面兵装、航空装备分别增长 28.04%、22.32%，增速领先其他集团子行业。航天装备、军工电子、航海装备增速分别为 3.55%、-14.58%、-219.44%。SW 国防军工行业整体扣非增速为 -10.25%。

图 9：2022 年报申万国防军工子行业扣非归母净利润及同比增速（亿元，%）



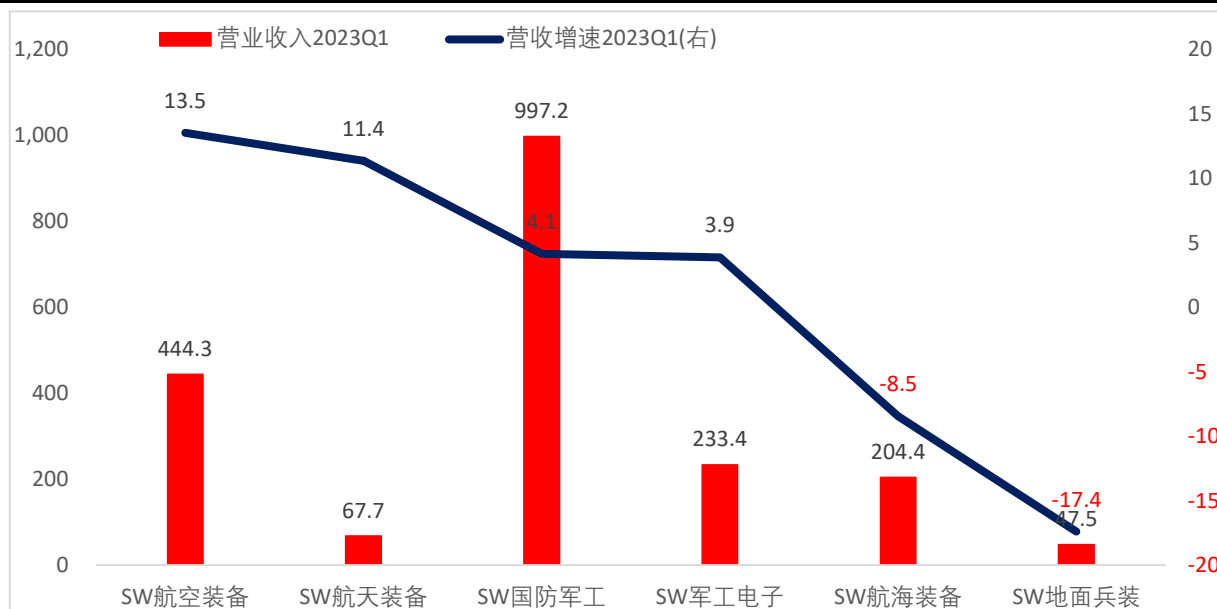
资料来源：Wind、中原证券

2.2. 2023 年一季报：航空装备、航天装备继续稳健增长

2023 年一季报营收增速：航空装备、航天装备继续领跑，分别增长 13.52%、11.35%。
军工电子、航海装备、地面兵装 2023Q1 营业收入增速分别为 3.86%、-8.45%、-17.4%

SW 国防军工行业整体增速为 4.1%。

图 10：2023Q1 申万国防军工子行业营业收入及同比增速（亿元，%）

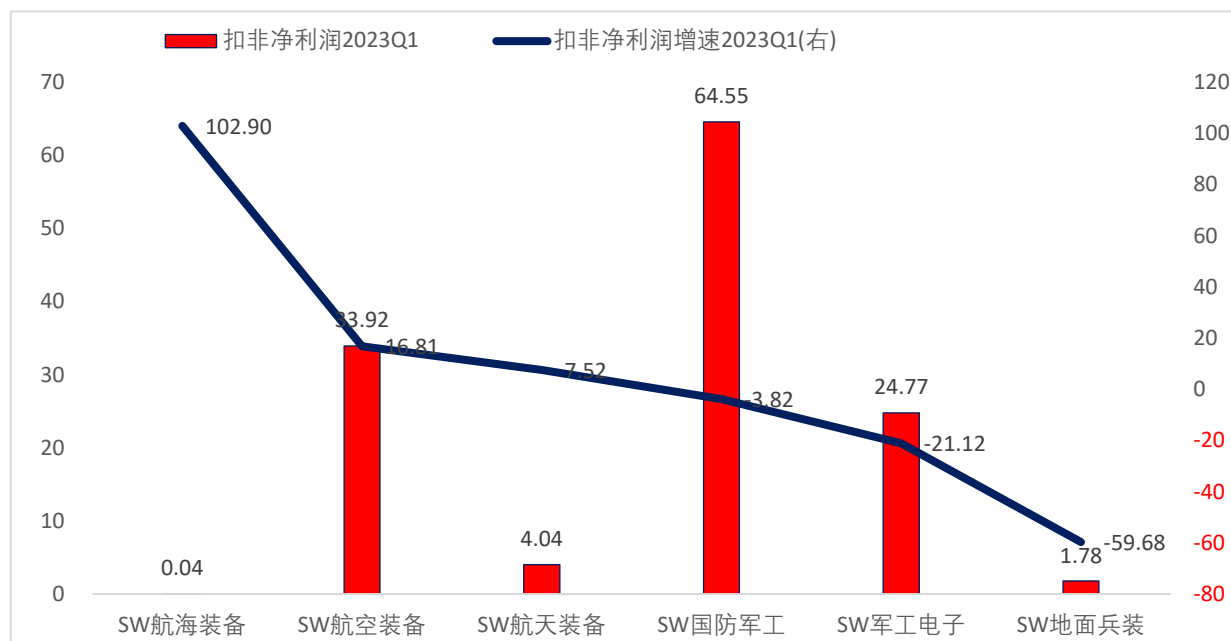


资料来源：Wind、中原证券

2023 年一季报扣非净利润增速：航空装备扣非归母净利润增速一枝独秀，2023Q1 扣非净利润增长 16.81%。其他主行业表现不佳。

申万军工行业整体扣非净利润增速为-3.82%。

图 11：2023Q1 申万国防军工子行业扣非归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券

2.3. 2022 年报&2023Q1 财报盈利能力：军工电子盈利能力强

从近三年财报看，国防军工大部分子行业盈利能力呈现稳步增长趋势，其中军工电子板块无论是毛利率、净利率都明显较其他板块高出一筹。ROE-TTM 水平上，航空装备板块表现了稳中有升的趋势，其他板块 ROE 水平都各有波动。

表 3：申万国防军工子行业盈利能力 (%)

子行业	毛利率 2021A	毛利率 2022A	毛利率 2023Q1	净利率 2021A	净利率 2022A	净利率 2023Q1	ROETTM 2021A	ROETTM 2022A	ROETTM 2023Q1
SW 国防军工	19.68	19.60	22.78	6.15	6.03	7.55	5.10	4.93	4.62
SW 航天装备	20.49	20.36	20.18	5.95	8.31	7.37	4.06	5.61	5.10
SW 航空装备	17.55	17.22	19.53	6.50	7.11	8.50	6.85	7.56	7.23
SW 地面兵装	17.19	18.80	19.22	6.42	6.95	4.05	6.05	6.24	5.28
SW 航海装备	11.39	9.00	12.66	1.32	-0.49	0.73	0.93	-0.36	-0.33
SW 军工电子	37.94	37.60	39.31	12.97	10.91	12.50	9.31	6.83	5.93

资料来源：Wind、中原证券

3. 国防军工重点产业链分析

按产业链的环节划分，我们把以航空装备、军工电子为核心的国防军工上市公司分成了主机厂、分系统、零部件、零部件加工、电子元器件、新材料、军工信息化、发动机等 8 大产业链环节板块。我们挑选了各产业链的 50 多家重点公司进行分类和财报分析。

表 4：国防军工重点公司按产业链分类

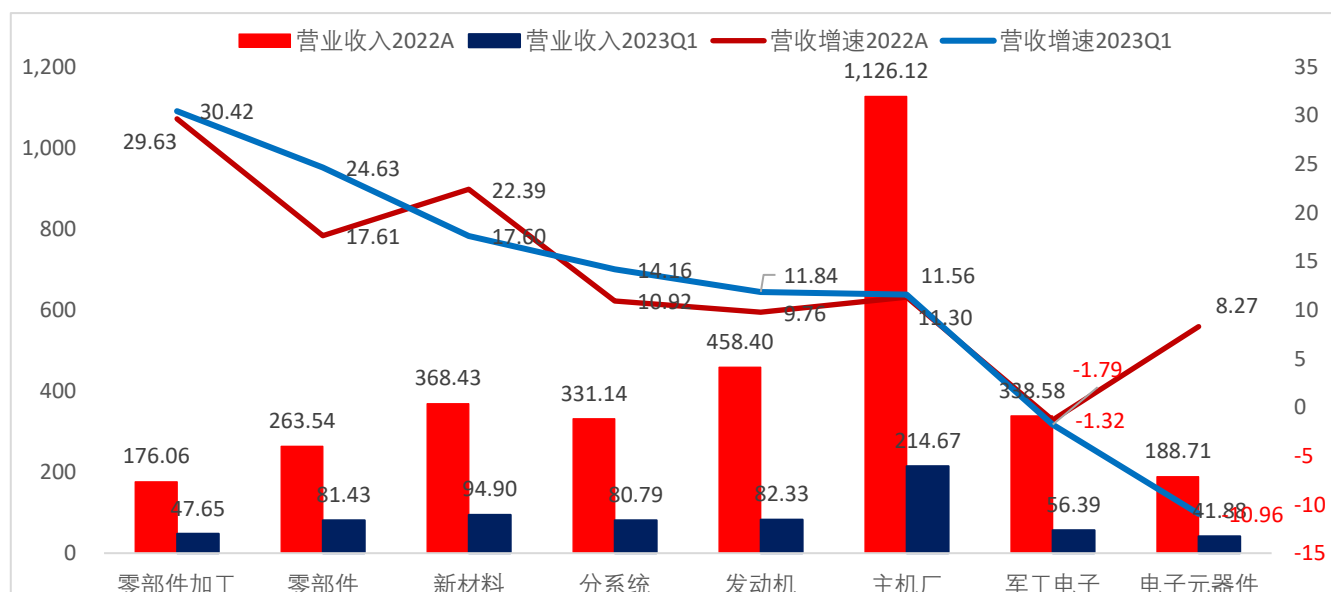
主机厂	发动机	分系统	零部件	零部件加工	电子元器件	新材料	军工电子
洪都航空	航发控制	航天电子	中航电测	中航重机	景嘉微	抚顺特钢	高德红外
航天彩虹	航发动力	中航电子	北摩高科	三角防务	宏达电子	光威复材	七一二
中直股份	航发科技	湘电股份	江航装备	派克新材	振华科技	西部超导	海格通信
中航西飞			中航光电	爱乐达	火炬电子	中航高科	航天发展
中航沈飞			航天电器	航宇科技	鸿远电子	宝钛股份	国睿科技
中无人机			盟升电子	航亚科技	智明达	菲利华	睿创微纳
					振华风光	钢研高纳	上海瀚讯
					国光电气	光启技术	雷电微力
						中简科技	四创电子
						图南股份	铖昌科技
						西部材料	国博电子
						华秦科技	霍莱沃
							中国海防

资料来源：Wind、中原证券

各产业链 2022 年营业收入增速：零部件加工（+29.63%）、新材料（+22.39%）、零部件（17.61%）环节增速较高，军工电子（-1.32%）是唯一一个负增长的产业链环节。主机厂（+11.3%）、分系统（+10.92%）、发动机（+9.76%）、电子元器件（+8.27%）增速位居中游。其中，电子元器件环节 2022 年营收增速对比过去两年的高增长时期出现了明显下降。

2023 年一季报，各产业链环节营业收入增速表现大致与 2022 年报系统。零部件加工（+30.42%）、零部件（+24.63%）环节增长较快，对比 2022 年报，新材料营业收入增速小幅下降到+17.6%，主机厂（+11.56%）、分系统（+14.16%）、发动机（+11.84%）仍然保持了 10% 以上稳健增长。电子元器件（-10.96%）、军工电子（-1.79%）板块营业收入增速出现负增长。

图 12：国防军工各产业链营业收入及同比增速（亿元，%）

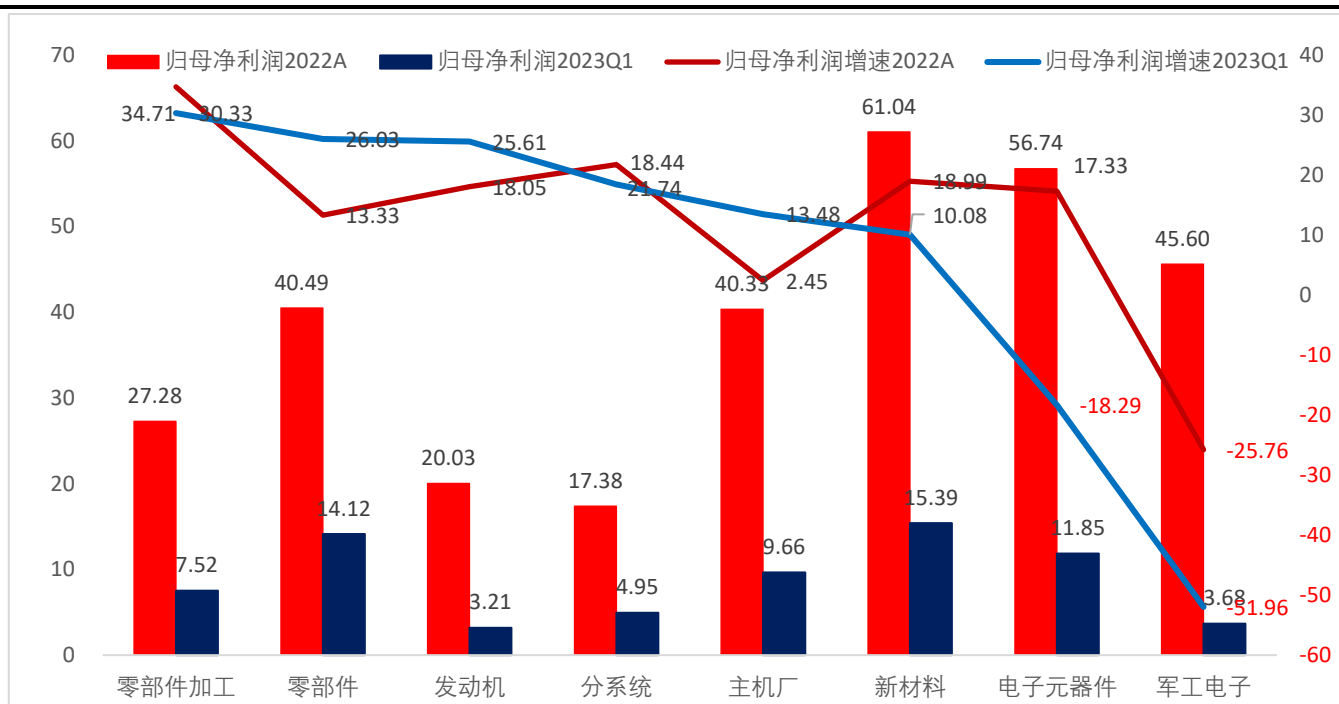


资料来源：Wind、中原证券（营收增速为右坐标）

2022 年归母净利润增速：零部件加工（+34.71%）表现较好，增速分别各产业链排名第一。新材料（+18.99%）、分系统（+18.44%）、航空发动机（+18.05%）、电子元器件（+17.33%）、零部件（+13.33%）排名中游，净利润增速在 10% 以上。主机厂（+2.45%）和军工电子（-25.76%）增速较弱。

2023 年一季报，零部件加工（+30.33%）、零部件（+26.03%）、航空发动机（+25.61%）、分系统（+21.74%）位居各产业链净利润增速的第一梯队，增速超过 20%。主机厂（+13.48%）、新材料（+10.08%）位于中游，净利润增速都超过 10%。电子元器件（-18.29%）和军工电子（-51.96%）环节 2023 年一季报对比 2022 年报再次出现显著增速下滑。

图 13：国防军工各产业链归母净利润及同比增速（亿元，%）

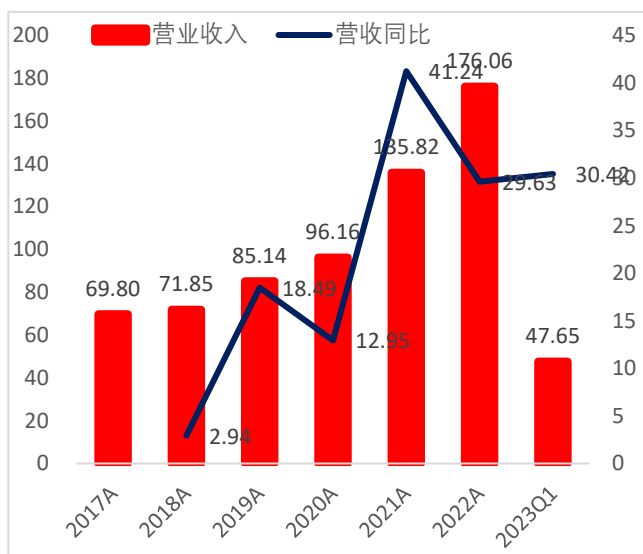


资料来源：Wind、中原证券（归母净利润增速为右坐标）

3.1. 零部件加工：持续高增长，盈利能力持续攀升

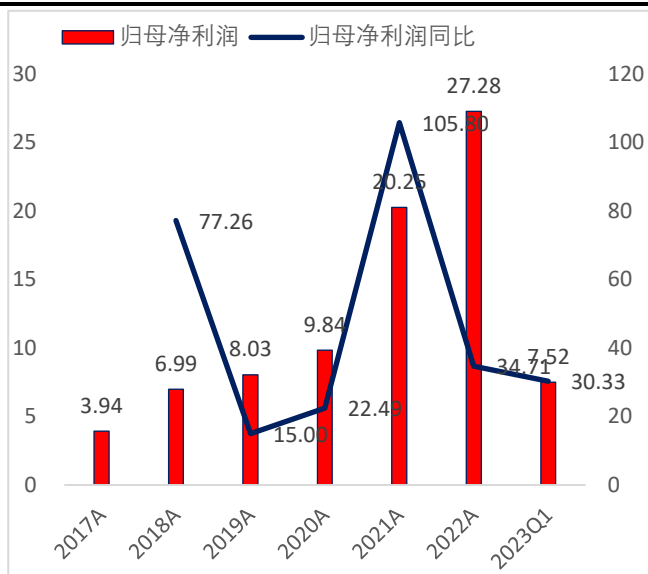
零部件加工 2022 年实现营业收入 176.06 亿，同比增长 29.63%，实现归母净利润 27.28 亿，同比增长 34.71%，继续保持了高速增长，营业收入增速、归母净利润增速更是位居各产业链环节第一。2023Q1 依然保持了营收、净利润双双 30% 以上的高增速。

图 14：零部件加工板块营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券（营收同比为右坐标）

图 15：零部件加工板块归母净利润（亿元，%）

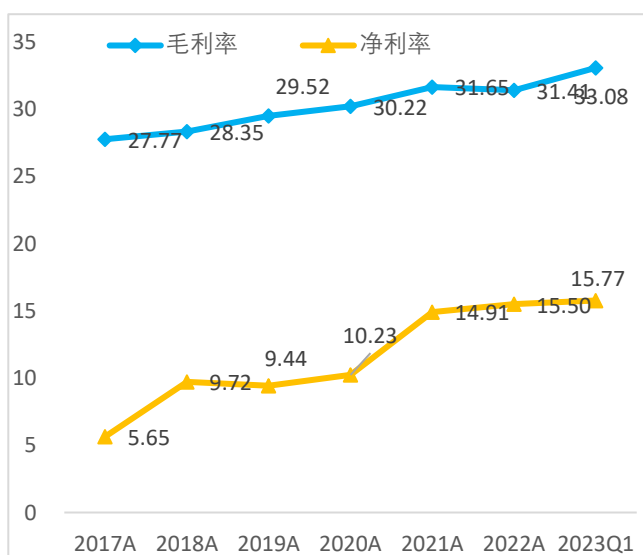


资料来源：Wind、中原证券（归母净利润同比为右坐标）

2022 年报&2023Q1，零部件加工板块盈利能力继续持续增长，板块整体毛利率上升到 2023 年一季报的 33.08%，净利率上升到 15.77%。

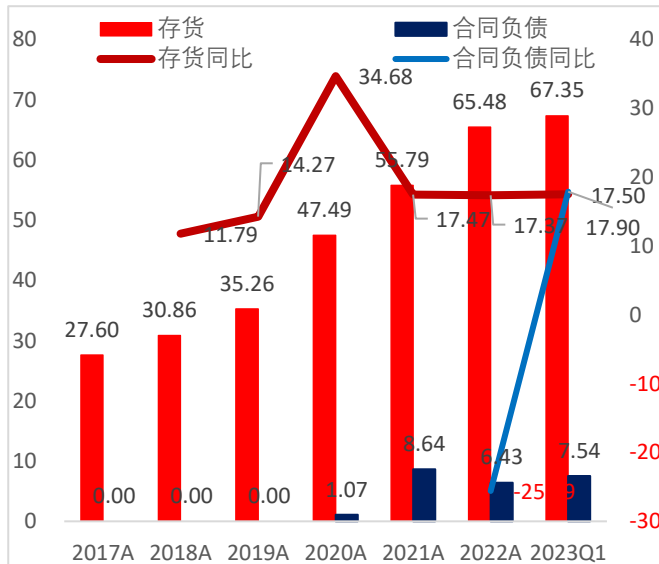
2022 年报和 2023 一季报公司存货继续保持 17% 以上的增速稳健增长，合同负债 23 年也同样增长较快，表明行业需求良好，公司积极备货。

图 16：零部件加工板块盈利指标 (%)



资料来源：Wind、中原证券

图 17：零部件加工板块存货、合同负债同比增速 (%)



资料来源：Wind、中原证券（同比数据为右坐标）

重点子公司来看，2022 年报零部件加工主要上市基本都实现了营业收入、归母净利润的快速增长，除爱乐达外，其他零部件加工环节上市公司营业收入增速都在 15% 以上，甚至 60%。净利润增速最快的三角防务、派克新材、中航重机、航宇科技等军工零部件加工的核心企业。盈利能力方面，零部件加工上市公司盈利能力较强，净利率基本在 10% 以上，高的甚至达到近 37%。

表 5：零部件加工核心上市公司财务情况（亿元，%）

证券代码	证券简称	总市值 亿元	营业收入	营业 同比	营业 同比	归母净 利润	净利润 同比	净利润 同比	毛利率	净利率	ROE
			2022A	2022A	2023Q1	2022A	2022A	2023Q1	2022A	2022A	2022A
			亿元	%	%	亿元	%	%	%	%	%
600765.SH	中航重机	351.23	105.70	20.25	13.34	12.02	34.93	30.13	29.24	12.59	12.19
605123.SH	派克新材	117.41	27.82	60.50	54.34	4.86	59.59	33.38	25.36	17.46	19.88
300775.SZ	三角防务	171.87	18.76	60.06	53.94	6.25	51.51	54.21	46.20	33.29	22.71
688239.SH	航宇科技	90.06	14.54	51.49	79.66	1.83	31.99	-2.53	32.09	12.61	16.01
300696.SZ	爱乐达	67.04	5.61	-8.60	-15.10	2.13	-16.62	-14.53	51.99	37.89	11.94
688510.SH	航亚科技	46.53	3.63	15.95	83.24	0.20	-17.34	547.92	29.70	5.13	2.09

资料来源：Wind、中原证券

3.2. 零部件：营收增速向上，盈利能力稳中有升

2022 年报零部件板块实现营业收入 263.54 亿，同比增长 17.61%，实现归母净利润 40.49 亿，同比增长 13.33%，继续保持了稳健增长。2023Q1 行业营收增速、归母净利润增速仍有上升趋势。

图 18：零部件板块营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券（营收同比为右坐标）

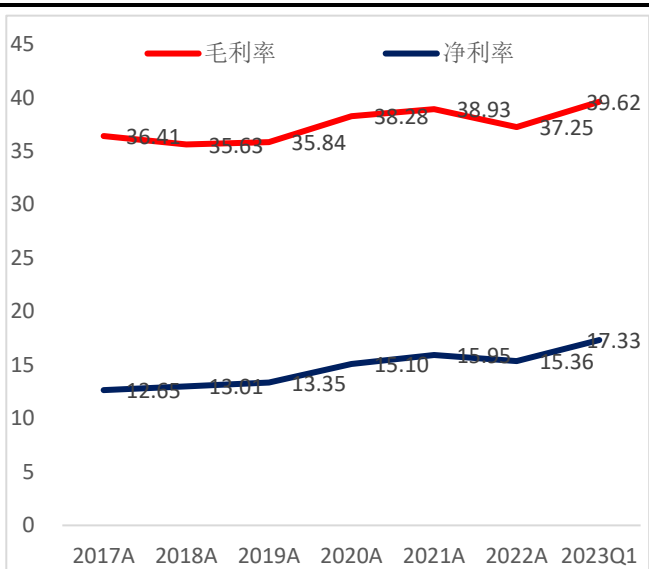
图 19：零部件板块归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券（归母净利润同比为右坐标）

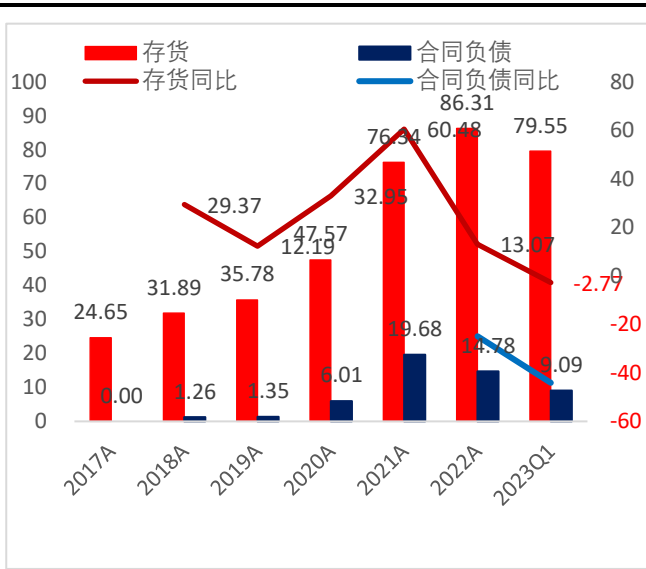
2022 年报零部件板块盈利能力有所下滑，但 2023Q1 行业毛利率、净利率重新上行趋势。2022 年报，零部件行业毛利率达到 37.25%，净利率 15.36%。但公司存货、合同负债均有明显收缩，表明公司订单情况有所放缓。

图 20：零部件板块盈利指标（%）



资料来源：Wind、中原证券

图 21：零部件板块存货、合同负债同比增速（%）



资料来源：Wind、中原证券（同比数据为右坐标）

重点子公司来看，2022 年中航光电、航天电器为代表的两大零部件白马持续增长。但其他零部件上市公司有明显分化。中航电测、盟升电子、北摩高科均出现了明显的业绩下滑。

表 6：零部件核心上市公司财务情况（亿元，%）

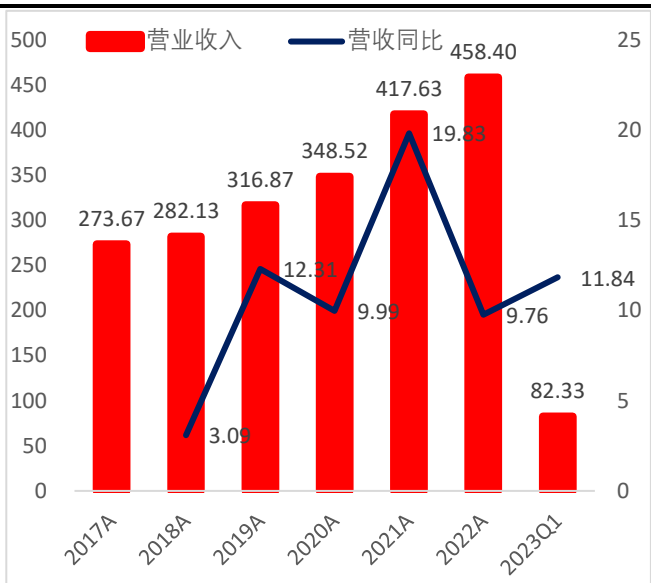
证券代码	证券简称	总市值 亿元	营业收入			归母净 利润 亿元	净利润		毛利率 %	净利率 %	ROE %
			2022A	2022A	2023Q1		同比	同比			
			亿元	%	%		%	%			
002179.SZ	中航光电	864.98	158.38	23.09	34.68	27.17	36.47	34.71	36.54	18.32	16.82
002025.SZ	航天电器	255.34	60.20	16.96	16.31	5.55	13.59	38.07	33.00	10.82	10.08
300114.SZ	中航电测	276.65	19.05	-1.95	-12.57	1.93	-37.18	-9.61	36.24	10.31	8.72
688586.SH	江航装备	95.20	11.15	16.96	13.65	2.44	5.55	6.38	40.23	21.88	11.28
002985.SZ	北摩高科	139.58	9.98	-11.88	-14.55	3.14	-25.66	-12.57	67.20	39.72	12.17
688311.SH	盟升电子	74.59	4.79	0.65	232.11	0.26	-80.67	-56.83	48.69	5.71	1.47

资料来源：Wind、中原证券

3.3. 航空发动机：航空发动机需求稳健增长

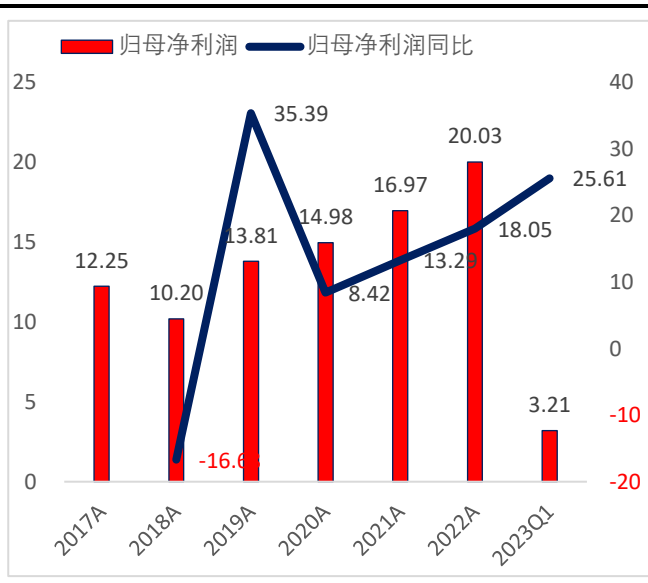
2022 年报航空发动机板块实现营业收入 458.4 亿，同比增长 9.76%，实现归母净利润 20.03 亿，同比增长 18.05%。2023 一季报无论营业收入增速还是归母净利润增速都对比 2022 年报有所加速。从近几年航空发动机产业链的经营情况看，受益于新型号航空发动机列装、国产替代，航空发动机产业需求良好。

图 22：航空发动机板块营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券（营收同比为右坐标）

图 23：航空发动机板块归母净利润（亿元，%）

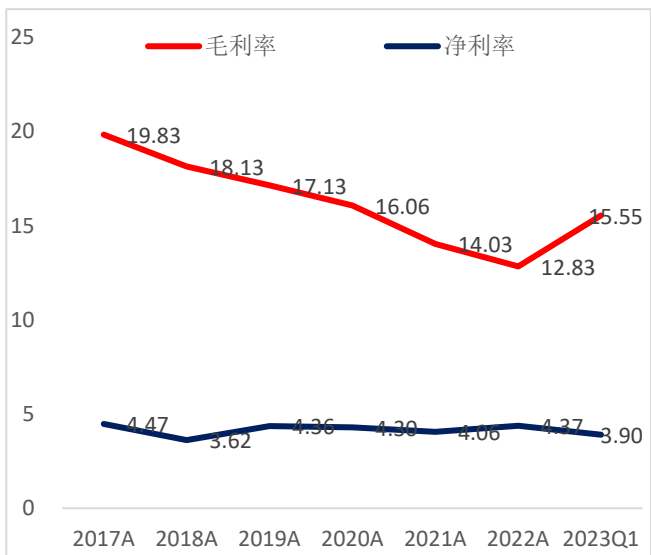


资料来源：Wind、中原证券（归母净利润同比为右坐标）

2022 年报航空发动机板块毛利率持续下跌到 12.83%，但 2023 一季报反弹到 15.55%，净利率保持较为稳定，随着规模效应的持续，发动机板块盈利能力有望继续上行。

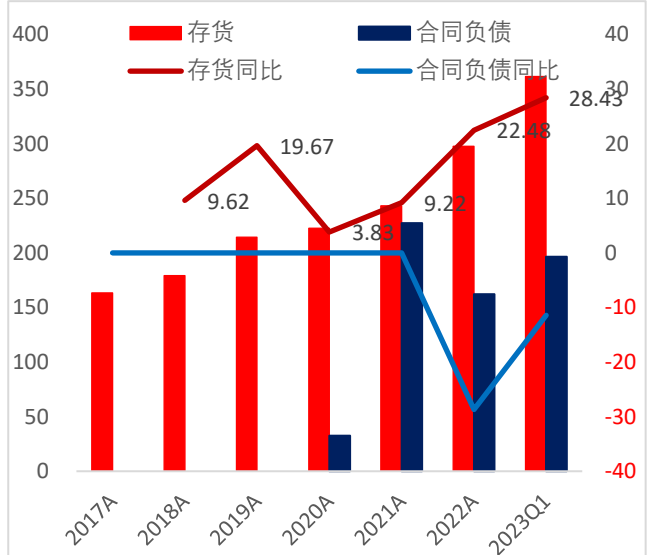
航空发动机板块存货近年逐步增长，增速加速趋势明显，表明行业需求良好，积极备货。

图 24：航空发动机板块盈利指标（%）



资料来源：Wind、中原证券

图 25：航空发动机板块存货、合同负债同比增速（%）



资料来源：Wind、中原证券（同比数据为右坐标）

重点子公司来看，2022 年报航空发动机主要上市基本实现了营业收入、归母净利润的快速增长。航空发动机板块的 2 家核心上市公司发动机总装公司航发动力、发动机控制系统公司航发控制均实现了营收增速 10% 左右的稳健增长。2022 年报航发控制公司毛利率、净利率分别高达 27.76%、14.01%，盈利能力比较突出。

表 7：航空发动机核心上市公司财务情况（亿元，%）

代码	证券简称	总市值	营业收入	营业同比	营业同比	归母净	净利润	净利润	毛利率	净利率	ROE
			2022A	2022A	2023Q1	利润	同比	同比			
		亿元	亿元	%	%	亿元	%	%	%	%	%
600893.SH	航发动力	1,053.71	370.97	8.78	13.90	12.68	6.75	32.77	10.82	3.64	3.34
000738.SZ	航发控制	291.97	49.42	18.88	10.81	6.88	41.18	13.98	27.76	14.01	6.35
600391.SH	航发科技	68.01	38.01	8.47	-1.27	0.47	118.96	56.04	13.06	2.19	3.10

资料来源：Wind、中原证券

4. 行业观点与投资建议

受过去两年景气周期基数较高的影响，同时叠加行业在每个五年计划里的周期规律，2022 年国防军工行业整体增速有放缓趋势，但上游、中游成长环节仍然维持了较高的增速，行业景气度已经有从上游转移到中游。2022 年报&2023 一季报里面，中游环节的零部件军工、零部件、分系统行业增速已经明显领先其他产业链环节。

首先，我们继续看好景气传导的中下游环节：军工零部件加工、零部件、分系统龙头。此外，军工上游新材料（钛合金、石英纤维、隐身材料、碳纤维复材等）具备高成长、盈利能力强等特点，产业渗透仍在加速，行业相对增速仍然较高。

其次，发动机产业链开始出现景气向上的趋势。发动机也是航空装备的皇冠，是最后一块难以攻克的堡垒，同样也是成长空间大、景气周期持续长的细分方向。

5. 风险提示

国防开支预算增速不及预期；原材料价格上涨持续；军工订单交付不及预期；军工改革有重大变化。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。