

证券研究报告

2022年09月06日

行业报告 | 行业深度研究

国防军工

2022H1总结分析： 备战2023重大节点年，结构化聚焦四条高景气产业链

作者：

分析师 李鲁靖 SAC执业证书编号：S1110519050003

分析师 刘明洋 SAC执业证书编号：S1110521080001

联系人 张明磊



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- 综合2022H1中报数据，军工板块持续处于高景气扩张期，在去年Q2较高基数下、今年Q2疫情影响下依然呈现稳定的中速增长。剔除船舶类具备周期属性民船制造业务的标的后，军工板块2022年H1实现营业总收入共2493.61亿元(+13.52%)，归母净利润223.09亿元(+26.78%)，实现净利率8.95% (+0.94pcts)，在规模放量下行业净利率持续上升，净利率上升趋势预计将伴随军工整体产能爬坡得到保持。
 - 上半年受疫情影响出现结构分化：在2021年较高基数基础上，从归母净利润增速看，受益国产化提升，军工电子-有源器件类(+71.75%)、航空发动机类(+28.06%)进入行业而拐点，两方向高景气趋势较为显著；新材料(20.89%)、航空中游配套及中间工序环节(17.71%)处于稳定增长期；受疫情影响，军工电子-被动元器件(营收+15.64%，归母+16.99%)、导弹(营收+7.42%，归母+5.06%)、信息化(营收+1.49%，归母-23.93%)增速放缓或下滑，看好后续复苏反弹；航空主机厂(归母+23.82%，剔除中直股份)主机厂出现结构分化(先进战机、航空发动机持续兑现高景气，直升机、教练机或因多种因素放缓)；地面兵装类较为低迷、船舶制造板块尚未进入利润拐点。
 - 下游主机-航发出现收入增速拐点：航发主机龙头航发动力出现收入增速拐点(+46.83%)，其中黎明公司实现营收95.58亿元，同比+95.11%，产品交付速度持续提升；中航沈飞打造产业链链长迈出步伐，或为首家制造、维修一体化航空主机，收购吉航维修公司并增资，完成制造-维修全寿命周期保障体系平台搭建；军民用中大型飞机龙头平台中航西飞“十四五大单”落地(2022H1预收款+合同负债达264.46亿元，同比+497.05%)。
- 备战2023重大节点年，国防军工具备较好投资价值，板块或有以下变化和机会：目前板块处于五年期23.83%较低估值分位(统计日期：9月5日收盘)，建议投资者紧密关注相关机遇。
- (1) 板块细分行业的结构分化或将出现，航发、沈飞、导弹、国产化元器件四条产业链或出现产业链内共振，保持高景气或再次提速；
 - (2) 上述四条链关注新型号批产节点的突破，关注十四五中期续订，有望形成如2021年的产业逻辑闭环(下游到上游)；
 - (3) 技术独占型企业估值或将与板块传统竞争企业区分，获得更高的中远期溢价。
 - (4) 军工行业2023年有望出现疫后复苏，2023或出现高于2022年的净利润增速。
- 核心标的：航发(航发动力、航发控制、中航重机、图南股份、航宇科技、钢研高纳)；沈飞(中航沈飞、光威复材、中航电子、广联航空)；导弹(振华风光、国光电气、国博电子、菲利华)；国产元器件(紫光国微、振华科技、臻雷科技、思科瑞)；技术独占型(新技术和市场垄断型供应商，与上述有重合：湘电股份、国光电气、菲利华、铂力特、国博电子、华秦科技)
- 风险提示：市场波动性风险；军品订单节奏风险；新装备研制列装不达预期；国企改革进程不达预期；产能建设进程不达预期。

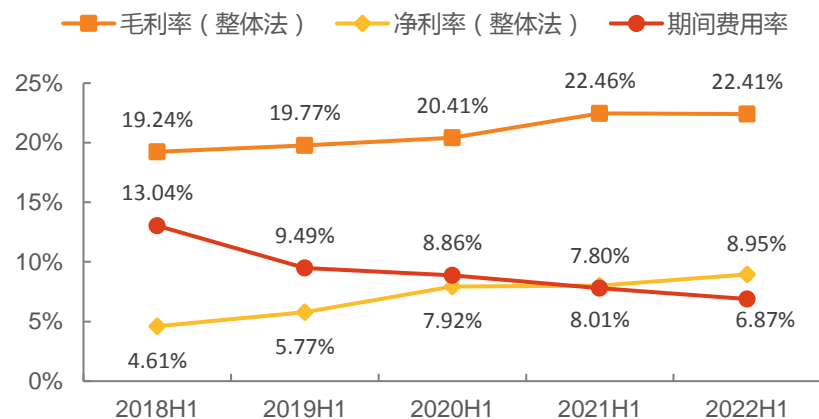
1

军工板块高景气趋势延续，规模效应下净利率显著改善

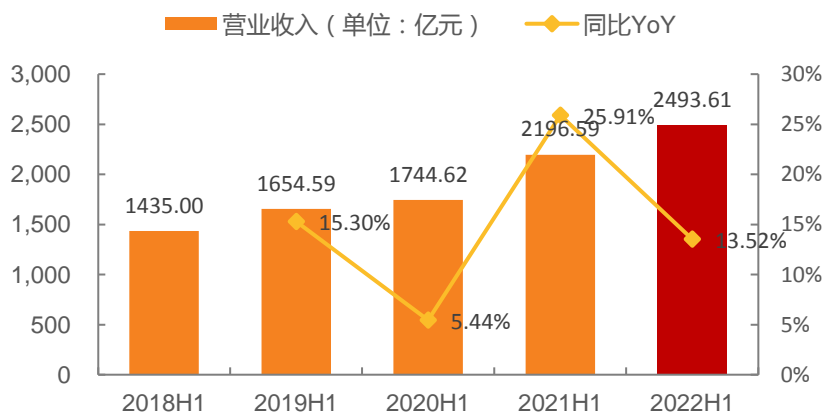
1.1 2022年H1中报分析：军工板块高景气趋势延续，净利率显著改善

➤ 板块经营业绩稳步增长，盈利能力不惧原材料负面影响，抗风险能力凸显。剔除船舶类具备周期属性民船制造业务的标的后，国防军工板块2022年H1实现营业总收入共2493.61亿元(+13.52%)，归母净利润223.09亿元(+26.78%)；实现毛利率22.41% (-0.05pcts)，期间费用率6.87% (-0.93pcts)，净利率8.95% (+0.94pcts)，军工板块持续处于高景气扩张期，在2021年H1较高基数与疫情波动的影响下依然呈现出显著的净利率改善趋势。

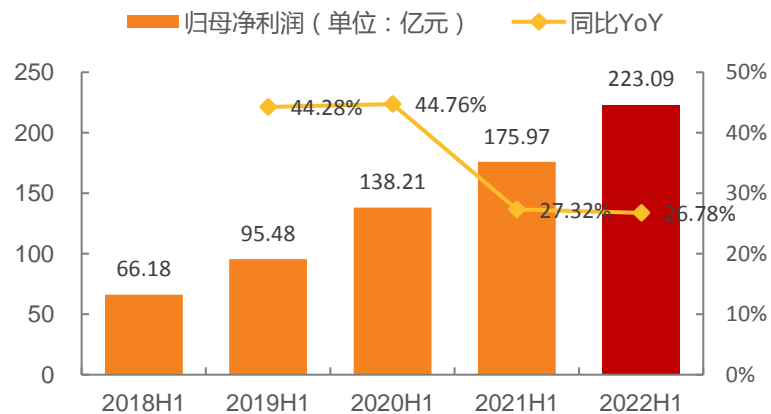
2018H1-2022H1国防军工板块净利率变化



2018H1-2022H1国防军工板块营收及YoY变化



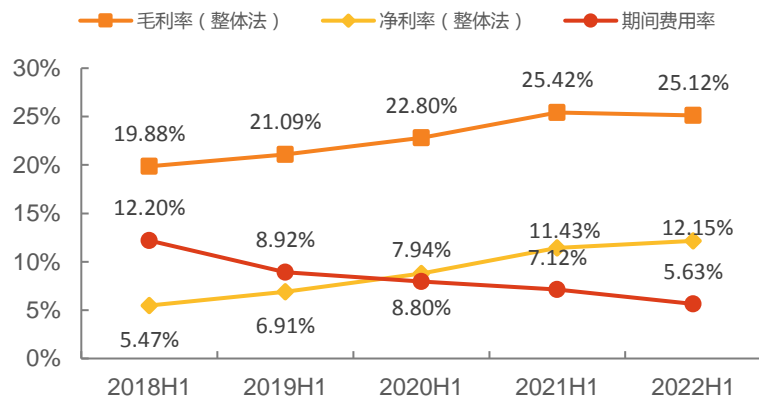
2018H1-2022H1国防军工板块净利润及YoY变化



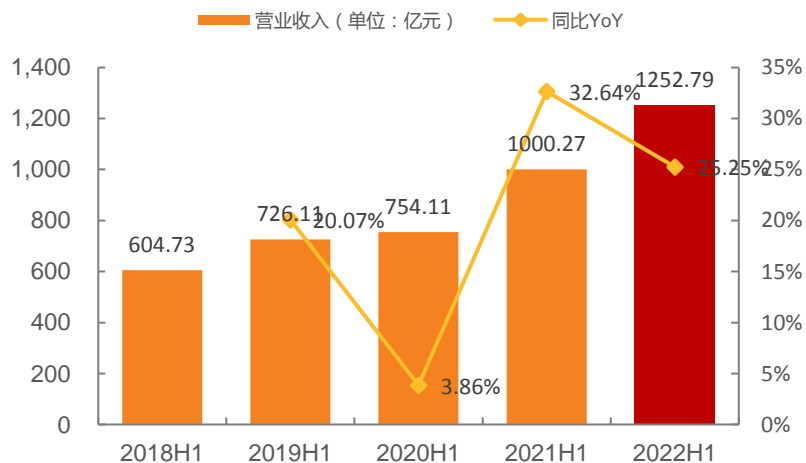
1.2 2022年H1中报分析：中报军工基本符合市场预期，高景气趋势延续，净利率攀升

- 结构性分化逐渐显现，核心赛道个股财务数据显著优于整理经营情况。军工板块核心标的2022年H1实现营业总收入共1252.79亿元(+25.25%)，归母净利润152.18亿元(+33.08%)；实现毛利率25.12%(-0.3pcts)，期间费用率5.63%(-1.49pcts)，净利率12.15%(+0.72pcts)。军工板块持续处于高景气扩张期，在2021年H1较高基数下、疫情影响下依然呈现稳定的中速增长。
- 我们认为军工板块抗风险能力较为突出，计划经济特点下行业处于刚性需求阶段，目前仅为“十四五规划”、“2027百年军建目标”的第二年，高景气预计持续延续。此外板块净利率数据，规模放量下行业净利率显著上升，净利率上升趋势预计将伴随军工整体产能爬坡得到保持。

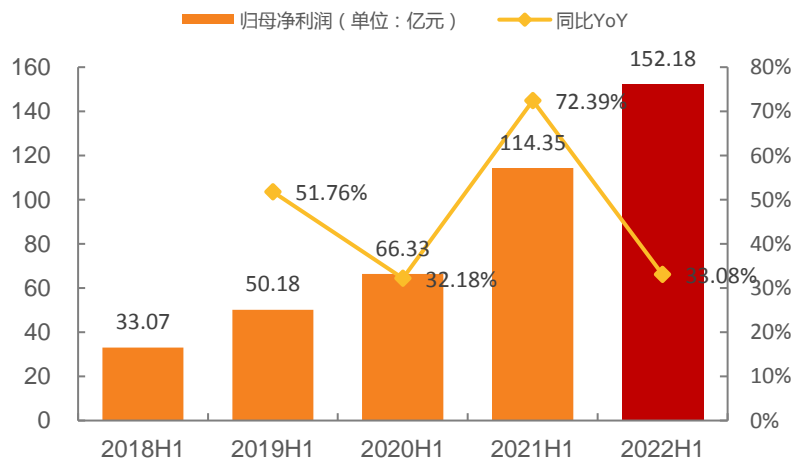
2018H1-2022H1军工核心标的板块净利率变化



2018H1-2022H1军工核心标的营收及YoY变化



2018H1-2022H1军工核心标的净利润及YoY变化



1.3 2022年中报分析：细分板块整体高景气，中游、下游赛道各存亮点

➤ 整体共振增长下，上游高景气持续，中游规模效应凸显，下游结构分化：

- **上游** - 新材料（营收+22.01%，归母+20.89%）、军工电子：被动元器件（营收+15.64%，归母+16.99%）进入稳定增长阶段，军工电子：有源器件（营收+33.13%，归母+71.75%）步入高景气高速增长阶段；
- **中游** - 航空中游配套及中间工序环节（营收+12.14%，归母+17.71%）表现出与其产能投放进展匹配的加速现象，同时规模效应显著显现；
- **下游** - 主机厂出现结构分化（先进战机、航空发动机持续兑现高景气，直升机、教练机或因多种因素放缓）。

板块情况	存货增速	预收款+合同负债增速	预付款项增速	固定资产+在建工程增速	应收票据及账款增速	应付票据及账款增速
国防军工板块整体	14.43%	6.08%	30.19%	6.39%	20.84%	19.38%
天风军工核心标的	17.77%	1.69%	52.64%	10.15%	29.51%	26.60%
航空主机厂	9.94%	-5.36%	44.65%	3.80%	55.19%	37.29%
新材料	20.04%	63.26%	-2.91%	19.41%	43.38%	18.21%
航发产业链	7.05%	-19.23%	7.72%	7.82%	45.98%	26.73%
航空中游配套及中间工序环节	24.57%	13.29%	1.22%	7.14%	14.72%	13.88%
军工电子：被动元器件	38.55%	156.24%	6.74%	30.52%	10.94%	11.68%
军工电子：有源器件	55.62%	89.49%	47.49%	30.87%	31.65%	27.73%
卫星互联网	28.92%	7.31%	88.43%	11.62%	20.04%	42.99%
导弹	20.40%	-8.81%	-6.11%	24.18%	18.30%	45.43%
信息化	12.15%	6.24%	1.38%	11.75%	7.85%	11.48%
地面兵装	-6.50%	-34.72%	-5.26%	1.77%	39.84%	30.10%
船舶	10.64%	18.26%	23.72%	-0.52%	-1.04%	7.91%

板块情况	营业收入增速	归母净利润增速	毛利率			净利率		
			2021H1	2022H1	增减	2021H1	2022H1	增减
国防军工板块整体	13.52%	26.78%	22.46%	22.41%	-0.05%	8.01%	8.95%	0.94%
天风军工核心标的	25.25%	33.08%	25.42%	25.12%	-0.30%	11.43%	12.15%	0.72%
航空主机厂	27.70%	23.82%	10.78%	9.79%	-0.99%	4.57%	4.43%	-0.14%
新材料	22.01%	20.89%	29.99%	30.15%	0.16%	16.13%	15.99%	-0.15%
航发产业链	28.27%	28.06%	23.07%	20.00%	-3.06%	8.27%	8.26%	-0.01%
航空中游配套及中间工序环节	12.14%	17.71%	29.56%	30.85%	1.29%	10.72%	11.26%	0.53%
军工电子：被动元器件	15.64%	16.99%	41.14%	41.09%	-0.05%	20.41%	20.65%	0.24%
军工电子：有源器件	33.13%	71.75%	57.17%	63.24%	6.07%	25.94%	33.46%	7.52%
卫星互联网	17.68%	44.05%	35.35%	39.06%	3.71%	17.30%	21.17%	3.88%
导弹	7.42%	5.06%	32.88%	33.66%	0.78%	16.08%	15.73%	-0.35%
信息化	1.49%	-23.93%	32.29%	29.99%	-2.30%	10.84%	8.13%	-2.71%
地面兵装	14.29%	5.79%	14.06%	12.79%	-1.27%	5.29%	4.90%	-0.39%
船舶	-5.33%	-0.31%	13.48%	12.42%	-1.06%	2.46%	2.59%	0.13%

2

主机厂/航发产业链：
批产节奏加快迎来业绩增速拐点

2.1 下游总装 - 主机厂：先进战机打造链长企业迈出步伐，航发增速拐点出现

- **航空主机厂（不含直升机）**：2022年H1实现营收675.87亿元(较2021年H1+27.70%)，实现归母净利润29.93亿元(较2021年H1+23.82%)，实现毛利率9.79%，较2021H1下降0.99pcts；存货较2021年H1+9.94%，**合同负债+预收款**与2021年H1相比保持在同一较高水平（-5.36%），**预付账款**在2021H1的高基数水平上**+44.65%**。
- **航发出现收入增速拐点**：航发主机龙头航发动力出现收入增速拐点（+46.83%），其中黎明公司实现营收**95.58亿元**，**同比+95.11%**，**产品交付速度持续提升**；
- **中航沈飞打造产业链链长迈出步伐**，或为**首家制造、维修一体化航空主机**，**收购吉航维修公司并增资，完成制造-维修全寿命周期保障体系平台搭建**；**中航西飞“十四五大单”落地**（2022H1预收款+合同负债达264.46亿元，同比+497.05%）。
- **整体主机内部分化，总装已上市企业表现良好**：内部增速出现一定分化，主要在于直升机（中直股份）、教练机企业（洪都航空）净利润较大幅度下降导致。考虑到上述两公司与中航沈飞、航发动力、中航西飞三个情况较好的主机厂存在本质区别，即总装资产未完成上市，关注后续改革。

航空主机厂

核心标的：中航沈飞、洪都航空、航发动力、中航西飞（不含直升机）

整体基本面信息

利润表

营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
529.27	675.87	27.70%	24.17	29.93	23.82%	10.78%	9.79%	-0.99%

资产负债表

存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
657.51	722.85	9.94%	250.82	362.81	44.65%	358.90	556.99	55.19%
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
415.88	431.70	3.80%	728.62	1000.31	37.29%	856.61	810.67	-5.36%

2.2 航发产业链：批产交付迎拐点，长坡厚雪初体现

- **航发产业链**：2022年H1实现营收362.34亿元(较2021年H1+28.27%)，实现归母净利润29.93亿元(较2021年H1+28.06%)，实现毛利率20.00%，较2021H1下降3.06pcts；存货达398.33亿元（较2021年H1+7.05%），合同负债+预收款达219.41亿元（较2021年H1-19.23%），**预付账款**在2021H1的高基数水平上+7.72%；
- 从营收端看，航发产业链产品**交付速度持续提升**；从利润端看，部分企业上半年受上游大宗商品原材料价格波动影响，致使毛利率承压，目前**上游原材料价格已呈现出结构化下行趋势**，成本端压力或将解除；从合同负债看，目前产业链在手订单呈现出快速消化趋势，但仍处于较高水平，反映行业景气度高企；
- 航发产业链是最主要的军工高景气赛道之一，我们建议**持续保持对航发赛道企业的重点关注和投资**。我们判断，航发产业链目前处于容易产生预期差的**主力型号产能突破阶段+新型号批产前置阶段**，**中上游企业受益产能变化与供应链新流水溢出增量**；总装企业跟随产能和型号管线进阶，首先进入收入端拐点，长坡厚雪特点将逐步显露在报表端。

航发产业链									
核心标的：航发动力、航发控制、中航重机、航宇科技、派克新材、图南股份、钢研高纳等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
282.48	362.34	28.27%	23.37	29.93	28.06%	23.07%	20.00%	-3.06%	
资产负债表									
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
372.09	398.33	7.05%	41.80	45.03	7.72%	323.79	472.68	45.98%	
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
408.94	440.94	7.82%	357.50	453.08	26.73%	271.65	219.41	-19.23%	

3

上游-军工新材料/电子：
景气度持续攀升，关注行业 α 与产品谱系拓展

3.1 上游-新材料：整体高景气度持续攀升，关注行业α及公司产品谱系变化

- 新材料：营收201.22亿元(较21H1+22.01%)，归母净利润32.17亿元(较21H1+20.89%)，存货较21H1+20.04%，合同负债与预收款较21H1+63.26%。该板块继20年后持续快速增长，从存货及合同负债项判断目前在手订单充足，且处于积极备产备货阶段，行业景气度明确，是景气度持续攀升的军工品种。
- 从具体细分赛道看，不同领域/个股业绩数据上呈现出较大增速差异，我们认为该差异主要来源于细分赛道外部性因素影响及企业自身业务条线变化，因此该两大因素也将成为未来企业分化的主要核心变量。

军工新材料			
细分赛道	核心标的	22H1营收增速	22H1净利润增速
航空发动机	抚顺特钢、图南股份、钢研高纳、宝钛股份	12.96%	-19.65%
飞机	西部超导、宝钛股份	33.34%	53.93%
特殊材料及制造	华泰科技、超卓航科、铂力特、光启技术	60.98%	121.43%
军工复合材料			
细分赛道	核心标的	22H1营收增速	22H1净利润增速
总体航空预浸料	中航高科	18.88%	24.04%
碳纤维产业链	中简科技、光威复材	9.76%	30.74%
导弹石英纤维	菲利华	57.04%	37.05%

新材料									
核心标的：钢研高纳、图南股份、西部超导、宝钛股份、中航高科、西部材料、中简科技、抚顺特钢、光威复材等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1
164.93	201.22	22.01%	26.61	32.17	20.89%	29.99%	30.15%		0.16%
资产负债表									
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1
115.00	138.05	20.04%	11.21	10.88	-2.91%	140.46	201.39		43.38%
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1
175.21	209.22	19.41%	91.51	108.18	18.21%	11.92	19.46		63.26%

3.2 上游 - 军工电子：2022年Q2疫情影响业绩增速，国产替代增速优势明显

➤ 军工电子被动元器件类 22H1 实现营收 157.16 亿元，同比增长 15.64%；归母净利润 32.45 亿元，同比增长 16.99%。我们认为受制于下游新产能释放进度及备货库存影响，相较于过去两年增速出现明显下滑，但预计下半年或出现逐季改善趋势。

➤ 军工电子有源器件类 22H1 实现营收 114.44 亿元，同比增长 33.13%；归母净利润 38.29 亿元，同比增长 71.75%，延续高增长趋势。我们判断有源类整体存在较大国产替代空间，随着武器装备国产化加速推进，有望持续高增长。

军工电子：被动元器件									
核心标的：中航光电、航天电器、鸿远电子、火炬电子、宏达电子等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入 (亿元)		营收同比%	归母净利润 (亿元)		归母同比%	毛利率		增长	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
135.90	157.16	15.64%	27.73	32.45	16.99%	41.14%	41.09%	-0.05%	
资产负债表									
存货 (亿元)		同比%	预付款项 (亿元)		同比%	应收票据及账款 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
65.41	90.63	38.55%	3.13	3.34	6.74%	202.70	224.88	10.94%	
固定资产+在建工程 (亿元)		同比%	应付票据及账款 (亿元)		同比%	预收款项+合同负债 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
60.77	79.32	30.52%	107.42	119.98	11.68%	4.56	11.67	156.24%	

军工电子：有源器件									
核心标的：紫光国微、复旦微电、振华科技、振华风光、景嘉微、智明达、新雷能、振芯科技、臻镭科技、铖昌科技等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入 (亿元)		营收同比%	归母净利润 (亿元)		归母同比%	毛利率		增长	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
85.96	114.44	33.13%	22.30	38.29	71.75%	57.17%	63.24%	6.07%	
资产负债表									
存货 (亿元)		同比%	预付款项 (亿元)		同比%	应收票据及账款 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
51.20	79.68	55.62%	8.69	12.81	47.49%	119.39	157.17	31.65%	
固定资产+在建工程 (亿元)		同比%	应付票据及账款 (亿元)		同比%	预收款项+合同负债 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	
33.69	44.09	30.87%	37.09	47.37	27.73%	5.72	10.85	89.49%	

4

航空中游配套与中间工序环节：
规模效应持续体现，国企改革深入推进

4 航空中游配套及中间工序环节：规模效应持续体现，国企改革深入推进

- **航空中游配套**：2022年H1营收200.19亿元(+12.14%)，归母净利润22.53亿元(+17.71%)，实现毛利率30.85% (+1.29pcts)，**存货**185.59亿元 (+24.57%)，**合同负债+预收款**42.62亿元 (+13.29%)。航空军机放量的高景气已由上游传导至航空中游配套，各配套单位已进入业绩拐点，**后续伴随产能爬升，产能利用率的提升，规模效应将持续显现，企业盈利能力有望持续提升。**
- **重点关注持续深度受益于战斗机、无人机、商用飞机放量后主机厂的新型号配套及外协需求溢出机遇，航空中间环节企业在新业务/新工序方向横向拓展、纵向拓展带来新的估值增量的投资机会。**
- **国有资产整合**：全国两会期间航空工业董事长谭瑞松提交关于建立军工央企资产调整平台的提案，呼吁从行业管理、政策机制上着手**解决军工资产市场、能力和资产流动性等问题，让军工央企释放更多存量资产的市场价值，优化资产结构。**2022年是三年国企改革行动的收官之年，关注航空中游配套企业中，有望受益于**国企改革的标的。**

航空中游配套及中间工序环节

核心标的：中航机电、中航电子、三角防务、广联航空、迈信林等

整体基本面信息

利润表

营业收入 (亿元)		营收同比%	归母净利润 (亿元)		归母同比%	毛利率		增长
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
178.53	200.19	12.14%	19.14	22.53	17.71%	29.56%	30.85%	1.29%

资产负债表

存货 (亿元)		同比%	预付款项 (亿元)		同比%	应收票据及账款 (亿元)		同比%
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
148.98	185.59	24.57%	12.61	12.77	1.22%	268.77	308.32	14.72%
固定资产+在建工程 (亿元)		同比%	应付票据及账款 (亿元)		同比%	预收款项+合同负债 (亿元)		同比%
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
173.10	185.46	7.14%	193.11	219.91	13.88%	37.62	42.62	13.29%

5

导弹/国防信息化：
下游需求快速提升，交付节奏有望改善

5 导弹/信息化：下游需求仍处于快速提升阶段，关注后续交付节奏改善

- 导弹板块22H1实现营收202.86亿元，同比增长7.42%；归母净利润31.90亿元，同比增长5.06%。我们认为上半年受制于产能及部分型号推进进度影响，导弹板块并未实现预期高增长，但下游需求仍然处于快速提升阶段，战略储备+实战演练消耗或成为“十四五”期间板块核心推动力。
- 国防信息化板块22H1实现营收430.29亿元，同比增长1.49%；归母净利润34.96亿元，同比下降23.93%。我们认为受疫情影响部分交付确认节奏推迟，22H2或存在显著改善预期。

导弹									
核心标的：中兵红箭、洪都航空、高德红外、国博电子、雷电微力、北方导航、理工导航、盟升电子、航天电器、鸿远电子等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入 (亿元)		营收同比%	归母净利润 (亿元)		归母同比%	毛利率		增长	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2022H1
188.85	202.86	7.42%	30.36	31.90	5.06%	32.88%	33.66%		0.78%
资产负债表									
存货 (亿元)		同比%	预付款项 (亿元)		同比%	应收票据及账款 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2022H1
136.06	163.82	20.40%	78.02	73.25	-6.11%	234.00	276.81		18.30%
固定资产+在建工程 (亿元)		同比%	应付票据及账款 (亿元)		同比%	预收款项+合同负债 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2022H1
122.53	152.15	24.18%	152.15	221.27	45.43%	91.21	83.18		-8.81%

信息化									
核心标的：国博电子、雷电微力、四创电子、国睿科技、航天发展、上海瀚讯、七一二、海格通信、中科星图、思科瑞等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入 (亿元)		营收同比%	归母净利润 (亿元)		归母同比%	毛利率		增长	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2022H1
423.99	430.29	1.49%	45.96	34.96	-23.93%	32.29%	29.99%		-2.30%
资产负债表									
存货 (亿元)		同比%	预付款项 (亿元)		同比%	应收票据及账款 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2022H1
452.16	507.11	12.15%	68.30	69.24	1.38%	598.10	645.02		7.85%
固定资产+在建工程 (亿元)		同比%	应付票据及账款 (亿元)		同比%	预收款项+合同负债 (亿元)		同比%	
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2022H1
348.28	389.20	11.75%	421.61	470.01	11.48%	95.53	101.49		6.24%

6

卫星互联网：

仅作为归类，所属标的具备多赛道逻辑

6 卫星互联网（仅作为归类，所属标的具备多赛道逻辑）：正处于实验星发射阶段，项目推进有望加速

- 卫星互联网板块22H1实现营收93.72亿元，同比增长17.68%；归母净利润19.84亿元，同比增长44.05%。板块中涉及载荷配套厂商包括复旦微电、铖昌科技、天奥电子、国光电气、佳缘科技、臻镭科技、振芯科技等；涉及卫星平台/运营厂商包括中国卫星、中国卫通。其中，复旦微电业绩增长172.99%、振芯科技业绩增长105.09%、国光电气业绩增长39.23%（扣非后增长54.45%）。我国低轨卫星正处于发展初期阶段，对标美国星链计划仍有较大的发展空间，我们认为近年各项目正在进行实验星发射阶段，十四五末期有望进入放量期，低轨卫星轨道位作为战略资源，项目推进有望加速。

卫星互联网

核心标的：中国卫通、中国卫星、复旦微电、铖昌科技、天奥电子、国光电气、佳缘科技等

整体基本面信息

利润表

营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
79.64	93.72	17.68%	13.77	19.84	44.05%	35.35%	39.06%	3.71%

资产负债表

存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
50.87	65.58	28.92%	4.60	8.67	88.43%	91.64	110.00	20.04%
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1	2021H1	2022H1	2022H1
114.66	127.98	11.62%	58.51	83.66	42.99%	24.38	26.16	7.31%

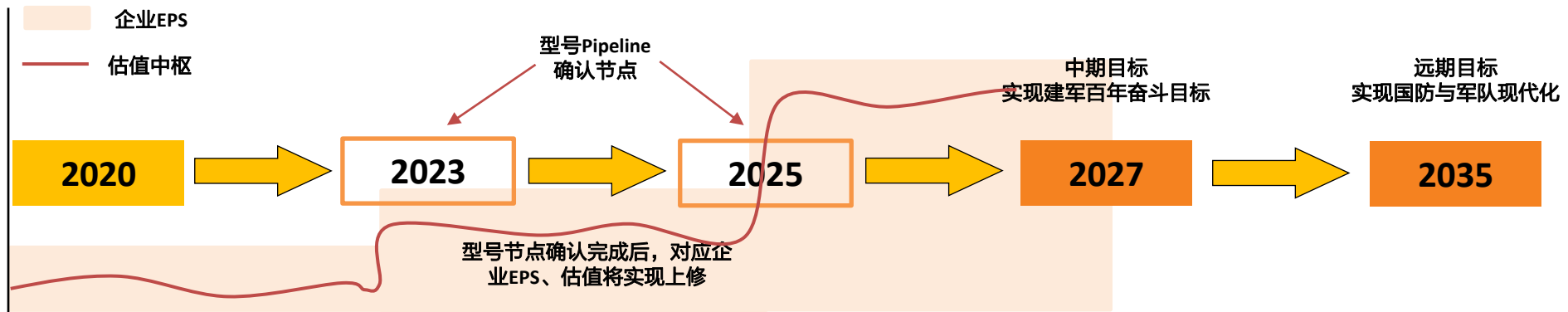
7 投资建议

2022国防军工产业主逻辑：新型号进入批产前置阶段，技术独占型企业出现优秀机遇

- 2023年或为新型号Pipeline转阶段年份，研制转批产将带来EPS超预期和更长的增长期，预研转立项研制将提供全新的Pipeline，为企业塑造更好预期，2023年具备上述研制阶段变化，是为重大节点年。主要关注新型号较多的航发链、沈飞链、导弹链、国产元器件。
- **技术独占型企业（新技术和市场垄断型供应商）**：随着武器装备代际更迭，对于高科技技术应用及需求愈发广泛，部分原有供应商已无法满足型号需要，一部分技术独占型企业顺势进入到型号重要的供应体系中，而且绝大多数为高科技民口企业。
- **核聚变**：核聚变抗氦阀门、泵常年依靠进口，2017年被禁运后科技部开展国产替代重大专项，**唯一承制方为国光电气**。
- **材料类**：我国主战四代机J20已进入到放量阶段，由于其隐身性能、高过载能力等设计指标要求极高，部分实现技术突破的独占型企业填补了空缺，如**透波材料-菲利华**、**高温隐身材料-华秦科技**、**复杂功能件金属3D打印-铂力特**；
- **电磁产业链**：电磁发射技术是一种利用电磁力推进物体到高速或超高速的发射技术，目前已经应用至电磁弹射、电磁轨道发射领域，核心技术来源于马伟明院士团队，配套厂商包括**电磁弹射/增程总体湘电股份**、**控制系统/脉冲电容供应商王子新材**。

在当前节点下，我们推荐继续采用2021年天风军工团队提出的采用短+中+长期“三确认”的思维进行军工价值投资，同时兼备短期PE、PEG、FMV（终局市值）三套价值定价体系：

- 短期：目前已得到有效验证，批产型号装备正处于“十四五”加速列装周期的对应企业。
- 中期：新型号Pipeline进度的节点的不断确认，将不断为基本面预测带来增量区域，创造增量估值。
- 长期：预研方向，确认公司长期持续度（20年或30年装备列装期）。



- 可重点关注符合全文思路框架，兼具放量型号、在研型号、预研方向的企业赛道：

➢ 备战2023重大节点年，国防军工具备较好投资价值，板块或有以下变化和机会：目前板块处于五年期23.83%较低估值分位（统计日期：9月5日收盘），建议投资者紧密关注相关机遇。

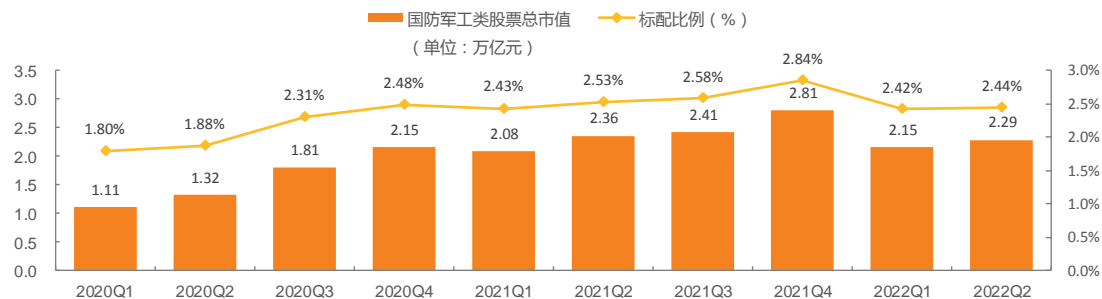
- (1) 板块细分行业的结构分化或将出现，航发、沈飞、导弹、国产化元器件四条产业链或出现产业链内共振，保持高景气或再次提速；
- (2) 上述四条链关注新型号批产节点的突破，关注十四五中期续订，有望形成如2021年的产业逻辑闭环（下游到上游）；
- (3) 技术独占型企业估值或将与板块传统竞争企业区分，获得更高的中远期溢价；
- (4) 军工行业2023年有望出现疫后复苏，2023或出现高于2022年的净利润增速。

核心标的：航发链（航发动力、航发控制、中航重机、图南股份、航宇科技、钢研高纳）；沈飞链（中航沈飞、光威复材、中航电子、广联航空）；导弹模组及材料（振华风光、国光电气、国博电子、菲利华）；国产元器件（紫光国微、振华科技、臻雷科技、思科瑞）；

技术独占型（新技术和市场垄断型供应商，与上述有重合：湘电股份、国光电气、菲利华、铂力特、国博电子、华秦科技）

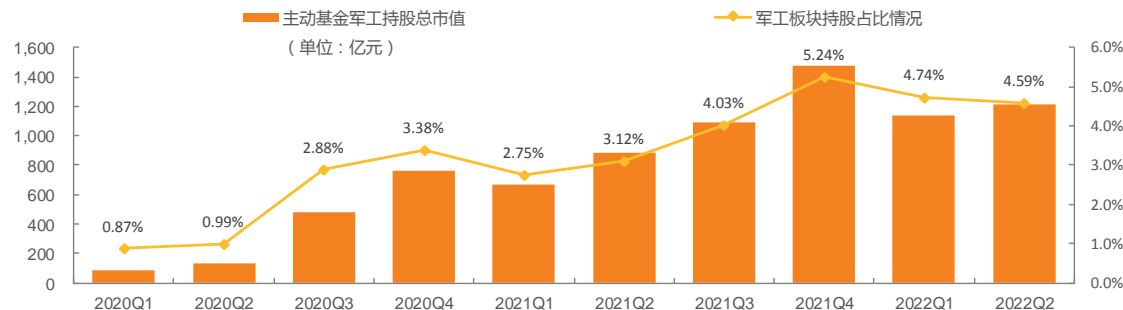
国防军工类股票标配比例分析

报告期	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
国防军工类股票总市值 (单位:万亿元)	1.11	1.32	1.81	2.15	2.08	2.36	2.41	2.81	2.15	2.29
万得全A指数总市值 (单位:万亿元)	61.87	70.35	78.25	86.57	85.47	93.34	93.55	98.84	88.95	93.95
标配比例(%)	1.80%	1.88%	2.31%	2.48%	2.43%	2.53%	2.58%	2.84%	2.42%	2.44%



主动型基金军工板块持股情况分析

报告期	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
主动基金军工持股总市值 (单位:亿元)	83.88	128.01	483.55	766.26	668.03	887.49	1086.88	1478.80	1136.97	1215.88
主动基金持股总市值 (单位:亿元)	9592.16	12933.88	16793.97	22643.20	24319.60	28465.44	26941.87	28200.25	23970.77	26484.21
军工板块持股占比情况	0.87%	0.99%	2.88%	3.38%	2.75%	3.12%	4.03%	5.24%	4.74%	4.59%
超配比例	-1.00%	-1.32%	0.40%	0.95%	0.22%	0.37%	1.19%	2.83%	2.31%	2.15%

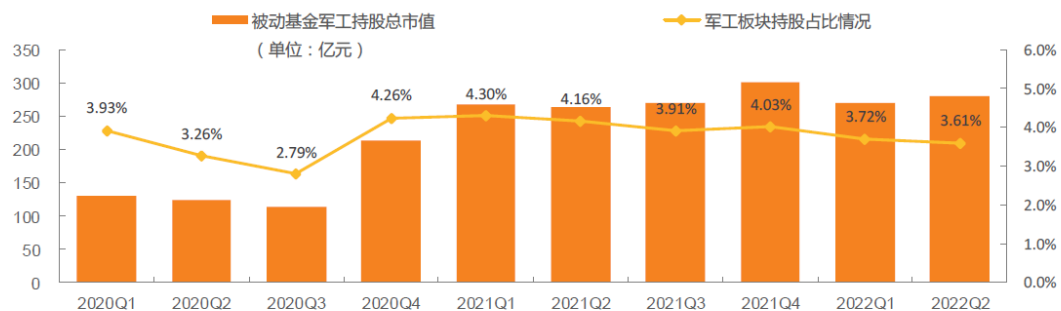


2022Q2主动型基金前十大军工股持有及变化情况

持股总市值口径(亿元)					持股市值占公司流通股比例口径(%)				
证券简称	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	证券简称	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
紫光国微	191.12	252.79	247.39	179.59	爱乐达	25.84%	22.12%	15.28%	7.59%
振华科技	162.26	149.93	147.51	114.86	新雷能	23.68%	17.70%	14.07%	9.92%
中航光电	106.67	82.96	105.22	76.57	振华科技	23.05%	25.54%	22.93%	22.26%
抚顺特钢	55.22	21.07	86.70	75.56	菲利华	17.88%	18.51%	14.81%	12.04%
中航重机	49.57	52.41	34.76	19.69	紫光国微	16.60%	20.37%	18.12%	14.31%
中航沈飞	47.92	41.28	57.42	56.29	抚顺特钢	15.64%	7.25%	17.75%	17.62%
西部超导	42.57	44.33	37.34	22.82	西部超导	14.77%	16.37%	12.32%	10.17%
菲利华	38.17	32.71	30.60	18.84	派克新材	14.00%	7.29%	3.63%	1.19%
中航高科	37.76	15.72	44.23	40.39	三角防务	13.29%	17.21%	17.36%	14.64%
中兵红箭	33.69	19.61	13.48	10.97	图南股份	13.25%	9.09%	3.27%	2.50%
流入总市值/加仓口径(亿元)					流出总市值/减仓口径(亿元)				
证券简称	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	证券简称	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
抚顺特钢	34.16	(65.63)	11.14	26.26	紫光国微	(61.67)	5.40	67.80	34.67
中航光电	23.72	(22.26)	28.65	(9.77)	航发动力	(10.23)	(23.08)	23.66	6.22
中航高科	22.04	(28.51)	3.84	7.75	北摩高科	(10.11)	(13.95)	(2.29)	1.25
中兵红箭	14.08	6.13	2.51	5.59	火炬电子	(9.64)	(20.90)	14.95	6.51
振华科技	12.33	2.42	32.65	49.83	中简科技	(7.43)	8.09	(4.03)	8.98
新雷能	12.11	1.16	5.21	0.84	七一二	(6.24)	(7.16)	8.49	1.82
三角防务	11.95	(3.61)	5.41	2.19	航天彩虹	(5.26)	(5.81)	9.48	(6.35)
中航机电	11.75	(31.54)	1.22	24.57	中直股份	(3.42)	(20.07)	15.01	(0.88)
中国船舶	9.25	(8.56)	3.51	12.86	中航重机	(2.83)	17.65	15.07	8.71
卫士通	7.42	(0.24)	8.32	#N/A	宏达电子	(2.65)	(10.10)	8.97	0.62
流入总市值/加仓口径(%)					流出总市值/减仓口径(%)				
证券简称	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	证券简称	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
抚顺特钢	8.39%	-10.50%	0.12%	3.84%	北摩高科	-11.04%	-3.94%	-3.87%	-0.90%
派克新材	6.71%	3.66%	2.44%	-2.14%	中简科技	-8.21%	7.43%	-3.88%	5.44%
新雷能	5.98%	3.63%	4.15%	-2.00%	三角防务	-3.92%	-0.15%	2.72%	-0.04%
中航高科	4.63%	-3.86%	-0.02%	1.29%	紫光国微	-3.77%	2.25%	3.81%	-1.18%
图南股份	4.17%	5.81%	0.77%	#N/A	火炬电子	-3.19%	-2.23%	3.58%	1.62%
爱乐达	3.72%	6.84%	7.69%	0.61%	鸿远电子	-3.09%	-1.37%	-2.94%	9.58%
振芯科技	2.82%	-0.03%	-0.50%	0.46%	航天彩虹	-3.02%	-0.05%	2.60%	-3.27%
航天发展	2.30%	-2.72%	0.27%	-1.55%	中航电测	-2.55%	2.56%	0.00%	0.00%
卫士通	2.27%	0.61%	1.38%	#N/A	振华科技	-2.49%	2.61%	0.67%	1.58%
中兵红箭	2.04%	2.63%	-0.54%	0.56%	宏达电子	-2.19%	-4.05%	3.77%	0.10%

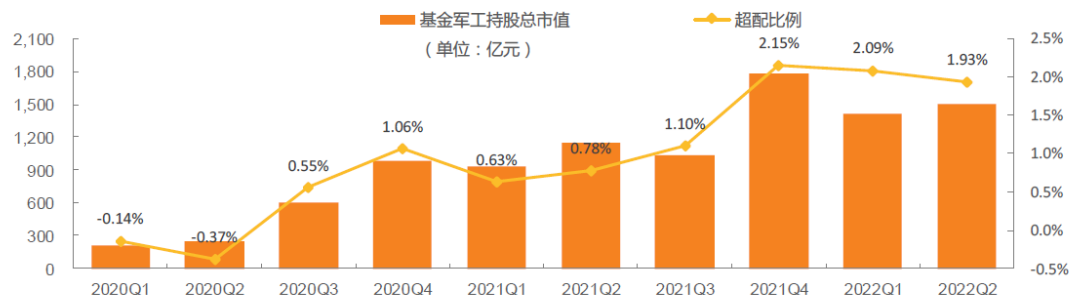
被动型基金军工板块持股情况分析

报告期	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
被动基金军工持股总市值 (单位:亿元)	130.44	123.24	113.34	213.87	268.19	264.24	269.87	301.80	270.73	280.47
被动基金持股总市值 (单位:亿元)	3319.76	3776.61	4057.35	5019.08	6231.58	6353.41	6905.91	7495.27	7284.52	7771.87
军工板块持股占比情况	3.93%	3.26%	2.79%	4.26%	4.30%	4.16%	3.91%	4.03%	3.72%	3.61%



主动+被动型基金军工板块持股情况分析

报告期	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
基金军工持股总市值 (单位:亿元)	214.32	251.24	596.89	980.14	936.22	1151.74	1034.45	1780.60	1407.71	1496.36
基金持股总市值 (单位:亿元)	12911.91	16710.49	20851.32	27662.28	30551.18	34818.85	28874.78	35695.52	31255.29	34256.07
军工板块持股占比情况	1.66%	1.50%	2.86%	3.54%	3.06%	3.31%	3.58%	4.99%	4.50%	4.37%
超配比例	-0.14%	-0.37%	0.55%	1.06%	0.63%	0.78%	1.10%	2.15%	2.09%	1.93%



风险提示

1. 市场波动性风险：

市场风险偏好对军工板块下游企业有一定影响，若风险偏好急剧下滑，对下游企业有一定影响。

2. 军品订单节奏风险：

部分产品订单下达和实际收入确认可能存在短期错位。

3. 新装备研制列装不达预期：

新装备研制进程存在一定不确定性，列装进度或受到一定影响。

4. 国企改革进程不达预期：

军工国企改革需通过国资委、国防科工局等多个部门进行审批，审批流程或受到一定影响。

5. 产能建设进程不达预期：

部分军工企业当前产能建设需购买进口设备，若设备不能及时到达，产能建设进程或将受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS