

军工行业 2022 半年报综述：

营收利润增速居前，合理估值下投资价值凸显

■行业整体增长态势良好，营收利润增速排名居前。为提高样本代表性，剔除军品业务占比较低、减值影响较大、ST 公司以及因非经营因素导致业绩对整体板块影响较大的公司，选取有足够代表性的 107 家公司进行分析，为了进一步提升样本的准确性，中航高科仅考虑新材料业务，组成安信军工板块。修正后，军工行业 2022 年上半年合计实现营业收入（1,978.07 亿，同比增长 15.43%），归母净利润（200.66 亿，同比增长 12.76%）。在 A 股 30 个行业中，军工行业收入增速排名第 6，归母净利增速则排在第 8 位，均处于行业领先地位。在 2021 年行业受疫情影响较小、基数较大的情况下，继 2021 年年报和 2022Q1 季报数据持续反映军工产业链各环节高景气度后，2022H1 行业营收和利润增速均实现较高增长，再次验证我们对军工行业高景气度的判断。如中航重机/广联航空/三角防务/派克新材/振华科技/振芯科技/中简科技/西部超导等配套厂商均持续保持高速增长，中航西飞等主机厂期末合同负债大幅增长，再次验证行业整体景气度正自上而下进行传导、下游需求旺盛。预计在“十四五”期间伴随下游航空航天重点型号的批产交付，需求端有望保持高速增长，产业链各环节龙头公司亦将持续受益。

■公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，持股高度集中于航空产业链。2022Q2 公募基金重仓持股中军工持股总市值 1189.77 亿元，持仓比例为 4.24%，环比下降 0.20pct；剔除军工行业被动基金后，重仓持股中军工持股市值为 742.95 亿元，持股比例为 3.70%，环比下降 0.11pct，仍维持在较高水平，反映公募基金主动配置军工行业个股的意愿显著加强，持续加速配置军工板块。重仓持仓前十占比 64.48%（Q1 重仓持仓前十占比 70.66%），Q2 持仓前二十占比 86.66%（Q1 持仓前二十占比 87.20%），前十持股集中度略有下降。其中 2022Q2 重仓持仓前十个股为紫光国微、振华科技、中航光电、中航沈飞、抚顺特钢、中航重机、西部超导、航发动力、中航高科、中航机电，航空板块成为重点配置；2022Q2 相比较 2022Q1 中航西飞、菲利华、七一二出列，抚顺特钢、中航高科、中航机电入列。2022Q2 加仓前十分别为抚顺特钢、中航光电、中航高科、中航机电、中航沈飞、三角防务、新雷能、振华科技、华测导航、航发控制。2022Q2 减仓前十分别为紫光国微、火炬电子、北摩高科、中简科技、七一二、航天彩虹、中直股份、航发动力、西部超导、宏达电子。

■利润表：军工行业 2022 年上半年合计实现营业收入（1,978.07 亿，同比增长 15.43%），归母净利润（200.66 亿，同比增长 12.76%）。分板块

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-1.40	14.88	8.93	
绝对收益	-4.25	11.57	-9.83	

张宝涵 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

温肇东 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060002
wenzd@essence.com.cn

宋子豪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080004
songzh@essence.com.cn

马卓群 报告联系人

mazq@essence.com.cn

相关报告

【安信军工】安信军工周观察：解放军陆海空三军参加“东方-2022”军演，我国临近空间太阳能无人机首飞成功
2022-09-05

【安信军工】安信军工周观察：国防部表示将以行动持续反制“台独”，我国亚轨道运载器重复使用飞行试验成功
2022-08-28

【安信军工】安信军工周观察：长征火箭 25 个月连续 103 次发射成功，我国就日方消极行为提出严正交涉
2022-08-21

【安信军工】安信军工周观察：《台湾问题与新时代中国统一事业》白皮书发布，中国人民解放军承办并参加“国际军事比赛-2022”
2022-08-14

【安信军工】安信军工周观察：我国强烈谴责佩洛西窜访中国台湾地区，多家军工集团进入《财富》世界 500 强排行

看，航空板块实现营收（1154.16 亿，同比增长 17.87%，高于行业平均增速），占行业比重的 58.35%，仍为行业占比最大的板块；归母净利润（83.53 亿，同比增长 22.43%，高于行业平均增速），占行业比重的 41.63%，占比最大；航天板块实现营收（256.79 亿，同比增长 17.48%，高于行业平均增速），占行业比重的 12.98%；归母净利润（19.12 亿，同比增长 8.95%，低于行业平均增速），占行业比重的 9.53%；信息化板块实现营收（360.96 亿，同比增长 4.87%，低于行业平均增速），占行业比重的 18.25%；归母净利润（66.01 亿，同比增长 0.95%，低于行业平均增速），占行业比重的 32.90%，增速均低于行业平均增速；新材料板块实现营收（206.16 亿，同比增长 20.11%，高于行业平均增速），占行业比重的 10.42%；归母净利润（31.99 亿，同比增长 16.03%，高于行业平均增速），占行业比重的 15.94%，增速均超过行业平均增速。

军工板块整体盈利能力基本稳定，继续加大研发投入，提质增效效果明显。2022 上半年军工板块毛利率较去年同期小幅下跌 1.03pct 至 24.27%，净利率小幅下跌 0.24pct 至 10.14%，或与上半年各地疫情频发，影响产品交付有关，但净利率跌幅小于毛利率，反映期间费用率持续改善。2022 上半年期间费用率 11.84%，同比下降 0.85pct，主要为管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.50pct 和 0.45pct 导致的。其中研发费用率小幅提升 0.27pct 至 5.03%，反映出在即将进入“十四五”的关键节点下，我国武器装备发展迅速，预先研究及新型装备研制有加速态势，军工企业为提高本身行业内竞争力，相应加大研发投入同时有效降低费用率，有利于提高中长期业绩弹性。

■**资产负债表重点关注预收账款和合同负债（体现在手订单情况）、存货（重点关注原材料，反映中长期的增长）等科目变化。**

从 2022H1 数据可看出：1) 军工行业 2022H1 预收账款较期初减少了 2.85%，除航空板块同比增长 0.28%外，新材料、航天及信息化板块均有不同程度的下滑，或与均衡生产，交付确认节奏变化有关。其中航空板块剔除沈飞后增速为 33.39%，充分反映出公司在手订单饱满，未来需求旺盛；2) 军工行业存货较期初增长 10.75%，其中航空、航天、信息化、新材料板块存货分别增长 10.29%、9.04%、13.17%、9.95%；反映出板块公司正在加快生产，生产任务紧张；3) 军工行业在建工程较期初增加 7.38%，其中信息化和新材料板块较期初增加 7.38%、29.76%；反映行业内公司正在积极扩产，彰显下游景气度。综合来看半年报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好，我们预计 2022 年全年行业需求端保持旺盛，资产负债表相关科目变化或将持续体现。

■**现金流量表：军工回款集中于下半年，上半年经营性现金流一般为负。**

2022 上半年军工行业经营性现金流净额为-42.83 亿元，较去年下滑较多，主要系去年同期主机厂等公司均收到大额预付款，2021H1 现金流

首次为正，基数较大所致。军工行业由于采购主要集中于上半年而回款主要集中于下半年，所以上半年经营性现金流一般为负。从各板块看，22H1 航空板块及航天板块同比出现较大下滑，其余板块变化不算太大。我们认为随着行业预付款模式的逐步推广，行业整体经营性现金流情况有望持续改善。

■ 外部环境 with 内部改革双重驱动，十四五有望维持高增速。

当前外部环境和内部改革驱动行业前行，十四五可能突破过去前低后高的五年规律，呈现加速增长格局，预计 22-23 年增速仍有望维持在 30%左右的高水平，十四五有望维持高增速，其主要逻辑如下：

1) 周边局势紧张成为新常态，强军百年奋斗目标下武器装备建设十四五迎来大发展。美在南海动作不断，台独势力频频挑衅，十四五中国将加快国防和军队现代化，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权安全发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。

2) 持续稳定的军费是行业增长关键因素，尤其关注武器装备提升背景下海、空、火箭军等重点投入方向。2022 年国防预算增速为 7.1%，合理且稳定上涨，此外市场上存在较多其他类资金，多投入于供给侧的制造阶段，持续的资金投入是军工行业增长的首要关键因素。此外更应当关注武器装备的重点投入方向，我国军费开支倾向用于更新武器装备，同时提出重点投入方向包括海、空、火箭军等。

3) 主战装备列装趋势加快，带动产业链景气度不断上行。我国目前武器装备结构为“五代为牵引、四代为骨干、三代为主体”，当前以“20”系列为代表的航空装备都处于快速批产上量阶段，主机厂需求饱满，且考虑航空装备产业链完整，预计下游主机厂的交付上量将带动产业链不断向上发展。

4) 军工体制改革提升企业经营效率。随着改革推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，可能带来行业盈利水平的提升。

5) 军改影响基本消除，留存资金较多未来增长加速。2021 作为十四五开局之年，军改影响已基本消除，且考虑留存资金较多，反而在十三五收官时有补偿性采购。我们预计未来业绩同比增长相对加快。

■ 多数标的估值已回归至合理范围，且估值与业绩增速仍相匹配。

以 2022 年 09 月 08 日股价为基准，军工板块（安信军工股票池）目前动态 PE 在 66 倍，对应 22 年估值约为 42，其中主机厂权重较大估值相对较高，基本在 50 倍以上，剔除主机厂后板块估值约为 39 倍，部分高景气公司市盈率甚至在 25 倍左右，我们预计行业 2022-2023 年业绩都将有望在行业高景气度下实现 30%左右的增长，当前多数业绩增速较快的标的估值已回归至合理，实现了估值与业绩增长相匹配。其中，主

机厂标的受益“十四五”航空航天装备景气度上行，长期空间有望打开，享有高端装备制造估值；国企零部件业绩复合增速预计将维持在20%以上，且仍然存在盈利能力提升和治理改善的预期，业绩和估值有望双升；新材料标的中以高温合金、钛合金、碳纤维复材标的为主，受益武器装备放量+单机用量提升以及国产化率提升三重驱动，典型公司未来3年或维持30%左右，当前估值仍处于合理偏低位置，未来成长性突出；信息化标的具备一定TMT属性，整体估值水平较高，但细分方向较多，且各有分化，如元器件及红外芯片等方向业绩增长确定性高，且部分公司预计2022年有望保持高增速并享有估值溢价；民参军多采用分部估值，或具备一定弹性空间。

■投资主线：航空、航天、信息化和新材料等方向。

强军百年奋斗目标重大提出，武器装备建设驶入快车道，十四五期间行业业绩确定性高，产业链各环节亦将持续受益，建议关注航空、航天、信息化和新材料四条主线，选择报表端可不断反映自身增长的同时还可印证行业景气度，且估值与业绩增长相匹配的优质标的。

1) **航空装备**：无论是周边局势或是海空军建设都对军机提出了新的要求，当前我国军机从数量和结构都存在较大的提升空间，预计随着国防预算向武器装备尤其空军、海军倾斜，有望推动军机换装列装加速。前期多公司披露大额合同负债或将进一步改善产业链现金流，促进产品生产交付。我们认为航空装备在十四五期间将呈现高景气，带动产业链业绩提升，此外军品定价机制改革及股权激励方案的增加也将推动行业利润水平提升。建议关注：【中航沈飞】、【中航西飞】、【航发动力】、【中航机电】、【江航装备】、【中航光电】、【中航重机】、【派克新材】、【航宇科技】、【迈信林】。

2) **航天装备**：导弹武器装备方面，导弹行业主要驱动因素主要来自：一是迭代期、二是战略储备需求增加、三是实战化训练带动。导弹领域十四五期间可能是最具有弹性的细分领域，将带来相关上市公司较快的业绩增厚，关注导弹板块的整体性机会，重点关注业绩弹性大、导弹业务占比高的标的。建议关注：【航天电器】、【新雷能】、【广东宏大】。

卫星互联网方面，北斗导航领域：北斗卫星导航产业链在2021年同比增速开始增长，预计2022、2023年仍将保持较高增速，在北斗导航产业链中北斗导航芯片、北斗导航终端需求增速较高；卫星互联网领域：中国卫星网络集团有望成为国内卫星互联网的主力军，目前虽然国内卫星互联网还在发展初期，但卫星互联网仍将成为6G移动通信的重要发展方向。建议关注：【振芯科技】、【盟升电子】。

3) **信息化板块**：因国产化进程、军队现代化建设、新型号更新速度加快等因素，自2018年以来持续超越行业增长，关注军工半导体、上游

电子元器件、雷达及电子对抗、通信导航遥感等方向，部分公司业绩已率先进入高速增长阶段，预计 2022 年仍将继续保持。建议关注：【振华科技】、【紫光国微】、【鸿远电子】、【智明达】。

4) **新材料板块**：建议重点关注高温合金、钛合金及碳纤维复合材料方向。军用新材料技术已基本实现自主可控并代表国内领先水平，且型号认证的双/多流水体制等使得供应商有限，供给端竞争格局较好，需求端由于主战机型及配套发动机放量且新材料应用占比不断提升以及主机厂外协比例提升、国产替代等因素，预计行业未来增长确定性较高，且需求上量后规模效应将不断显现，带动单位成本不断下降，因此行业毛利率或仍有提升空间并逐步兑现至利润，并具有向民用市场急需开拓的可能性，长期成长性较好。建议关注：【宝钛股份】、【钢研高纳】、【西部超导】、【中兵红箭】、【光威复材】。

■ **风险提示**：武器装备列装/换装不及预期；价格端压力影响盈利表现；疫情反复影响生产交付进程。

内容目录

1. 行情回顾及机构配置	9
1.1. 行情回顾：2022H1 波动较大，2022Q2 涨幅居前.....	9
1.2. 基金持仓分析：公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，持股高度集中于航空产业链.....	10
2. 利润表：行业整体增长较好，行业增速排名居前	15
2.1. 行业整体增长较好，行业增速排名居前.....	15
2.2. 航空：主机厂业绩稳定释放，产业链整体实现高增长.....	17
2.3. 航天：净利率基本保持稳定，研发投入持续加大.....	19
2.4. 信息化：毛利率稳步提升，研发力度不断加强.....	21
2.5. 新材料：规模效应促进盈利提升，子行业保持高速增长.....	22
3. 资产负债表：行业基本面持续改善，合同负债反映在手订单情况良好	23
3.1. 预收账款和合同负债：航空板块小幅增长，其他板块或因均衡生产有所下滑.....	23
3.2. 存货：原材料不断保持增长，或反映行业中长期增长预期.....	24
3.3. 在建工程：反映企业扩产情况，上游信息化和新材料板块增长最快.....	25
4. 现金流量表：军工回款集中于下半年，上半年经营性现金流通常为负	27
5. 行业观点	28
5.1. 军工行业整体增长较好，行业景气度持续兑现.....	28
5.2. 公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，重仓持股主要集中于航空产业链.....	29
5.3. 估值与业绩匹配，预计市场对优秀公司估值认可度或将持续提升.....	29
6. “十四五”期间需求端有望保持稳健增长，预计高景气赛道增速将达 30%左右	30
7. 投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向	35
8. 重点公司半年报点评	36
8.1. 中航沈飞：2022 年上半年业绩稳健增长，产业链实现纵向延伸.....	36
8.2. 中航西飞：2022 年上半年合同负债大幅增长，高质量完成“双过半”均衡交付目标任务.....	37
8.3. 航发动力：黎明公司营收增幅显著，业绩继续保持快速增长.....	37
8.4. 观典防务：公司是国内领先的无人机禁毒服务供应商，2022H1 业绩持续增长.....	38
8.5. 中航重机：22H1 归母净利润同比提升 107%，盈利能力持续增强.....	39
8.6. 中航机电：航空制造业营收稳步增长，公司管理水平进一步提升.....	41
8.7. 中航电子：2022 年上半年公司合同负债同比增长 34.46%，拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台.....	41
8.8. 爱乐达：2022H1 归母净利润同比增长 32.53%，规模效应有望持续提升.....	42
8.9. 中航装备：2022 上半年收入同比增长 21.6%，研发扩产奠定未来高增.....	43
8.10. 迈信林：持续拓展航空产业链，公司未来成长空间广阔.....	44
8.11. 航天电器：航天领域产品营收稳步增长，公司治理水平进一步提升.....	45
8.12. 盟升电子：疫情影响公司产品短期交付，不改公司未来高成长发展趋势.....	46
8.13. 新雷能：2022H1 归母净利润同比+54.87%，特种领域增长稳健.....	47
8.14. 广东宏大：2022 上半年传统业务发力，二季度业绩显著好转.....	48
8.15. 紫光国微：2022H1 归母净利润同比增长 36.81%，特种集成电路稳健增长.....	49
8.16. 振华科技：2022H1 归母净利润同比增长 147%，盈利能力持续增强.....	51
8.17. 国光电气：上半年公司营收大幅增长，毛利率水平有望稳步回升.....	52
8.18. 火炬电子：2022H1 公司收入因疫情原因有所影响，提质增效促进净利率提升.....	53
8.19. 鸿远电子：2022H1 研发投入增加，代理业务进一步提升核心客户市场份额.....	54

8.20. 振芯科技：集成电路持续高增长，北斗三代有望逐步放量.....	55
8.21. 智明达：2022 上半年收入持续高增，积极备产迎接未来需求.....	56
8.22. 国泰集团：2022 年 H1 归母净利润增加 27%，信息化与军工新材料高速增长.....	57
8.23. 西部超导：2022 上半年归母净利润同比增长 76.27%，规模效应带动盈利能力提升.....	58
8.24. 宝钛股份：2022 上半年归母净利润增长 28.75%，下半年收入确定性较高.....	60
8.25. 中航高科：22H1 归母净利润增加 24%，航空复材业绩持续增长.....	61

图表目录

图 1：2022H1 中证军工指数区间涨跌幅.....	9
图 2：2022Q2 中证军工指数区间涨跌幅.....	9
图 3：军工行业公募基金重仓持股统计.....	11
图 4：2022Q2 军工行业基金重仓持股集中度（亿元）.....	11
图 5：2022Q2 基金军工重仓持仓结构（亿元）.....	11
图 6：2022H1 军工行业营收增速排名第 6 位（%）.....	15
图 7：2022H1 年军工行业归母净利增速排名第 8 位（%）.....	15
图 8：军工行业近五年营收及增速（亿元，%）.....	16
图 9：军工行业近五年净利润及增速（亿元，%）.....	16
图 10：军工行业近五年毛利率及净利率.....	17
图 11：军工行业近五年期间费用率.....	17
图 12：军工行业国企、民企近五年毛利率.....	17
图 13：军工行业国企、民企近五年净利率.....	17
图 14：航空板块近五年营收及同比增速（亿元）.....	18
图 15：航空板块近五年归母净利及同比增速（亿元）.....	18
图 16：航空主机厂近年营收及同比增速（亿元）.....	18
图 17：航空主机厂近五年归母净利及同比增速（亿元）.....	18
图 18：航空板块近五年毛利率及净利率.....	19
图 19：航空板块近五年期间费用率.....	19
图 20：航空主机厂近五年毛利率及净利率.....	19
图 21：航空主机厂近五年期间费用率.....	19
图 22：航天板块近五年营收及同比增速（亿元）.....	20
图 23：航天板块近五年归母净利及营收增速（亿元）.....	20
图 24：航天板块近五年毛利率及净利率.....	20
图 25：航天板块近五年期间费用率.....	20
图 26：信息化近五年营收情况（亿元）.....	21
图 27：信息化板块近五年归母净利润情况（亿元）.....	21
图 28：信息化板块近五年毛利率净利率情况.....	21
图 29：信息化板块近五年费用率情况.....	21
图 30：新材料板块历年收入情况（亿元）.....	22
图 31：新材料板块历年归母净利润情况（亿元）.....	22
图 32：新材料板块近五年毛利率净利率.....	22
图 33：新材料板块近五年期间费用.....	22
图 34：军工国企历年现金流情况（亿元）.....	27
图 35：军工民企历年现金流情况（亿元）.....	27
图 36：2022H1 军工行业营收增速排名第 6 位（%）.....	28

图 37: 2022H1 年军工行业归母净利增速排名第 8 位 (%)	28
图 38: 军工板块市盈率(TTM)波动分析.....	30
图 39: 2011-2022 中国国防预算情况.....	31
图 40: 2021 年各国国防预算及占 GDP 比重图.....	31
表 1: 2022H1 个股涨跌幅前十.....	10
表 2: 2022Q2 个股涨跌幅前十.....	10
表 3: 2022Q2 公募基金军工重仓持仓市值排名.....	12
表 4: 2022Q2 公募基金加/减仓排名.....	13
表 5: 2022Q2 持股占流通市值比前十.....	13
表 6: 2022Q2 持有基金数量前十.....	14
表 7: 军工各子行业 2022H1 营收增速及归母净利增速.....	16
表 8: 2022H1 预收账款和合同负债情况 (单位: 亿元)	23
表 9: 2022H1 主机厂预收账款和合同负债情况 (单位: 亿元)	23
表 10: 2022H1 存货较期初增速.....	24
表 11: 2021 年报、22H1 原材料、在产品和产成品占比.....	24
表 12: 2022H1 存货情况 (亿元)	25
表 13: 2022 上半年在建工程情况 (亿元)	26
表 14: 军工行业经营性现金流净额 (单位: 亿元)	27
表 15: 军工 ETF 基金份额情况.....	29
表 16: 融资买入额及融资余额情况.....	29
表 17: 近 2 年部分股权激励公司.....	33
表 18: 军民共用技术的典型代表.....	34
表 19: 投资主线: 关注航空、航天、信息化和新材料等.....	35

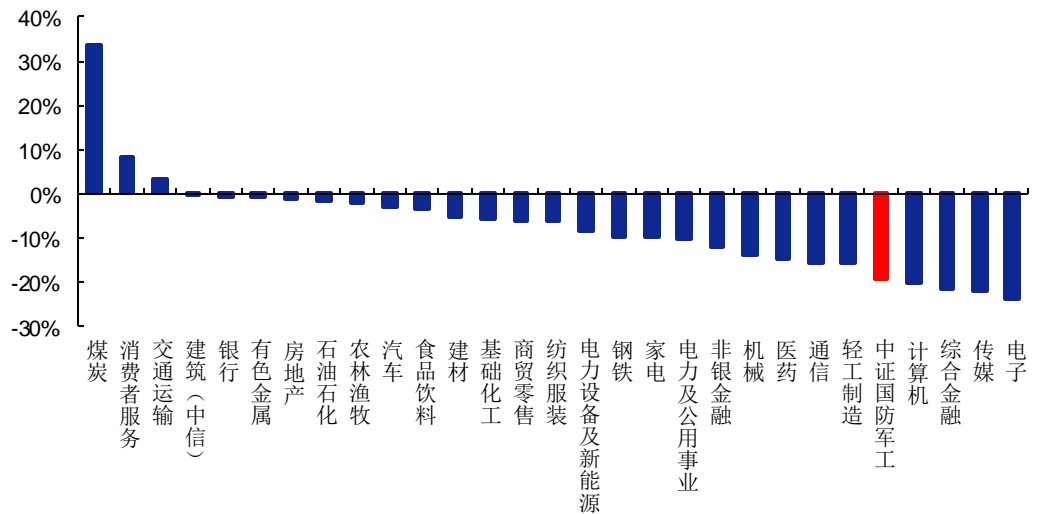
1. 行情回顾及机构配置

1.1. 行情回顾：2022H1 波动较大，2022Q2 涨幅居前

2022 上半年，中证军工指数区间涨跌幅行业排名位列第 25 位，波动较大主要系部分大权重标的因收入确认延迟导致年报预期不佳所致。目前军工板块的动态 PE 在 66 倍，板块内存有一定业绩分化，部分公司市盈率仍在 30 倍左右，当前多数业绩增速较快的标的估值已回归至合理甚至偏低范围，我们认为板块当前

具备较高投资价值。

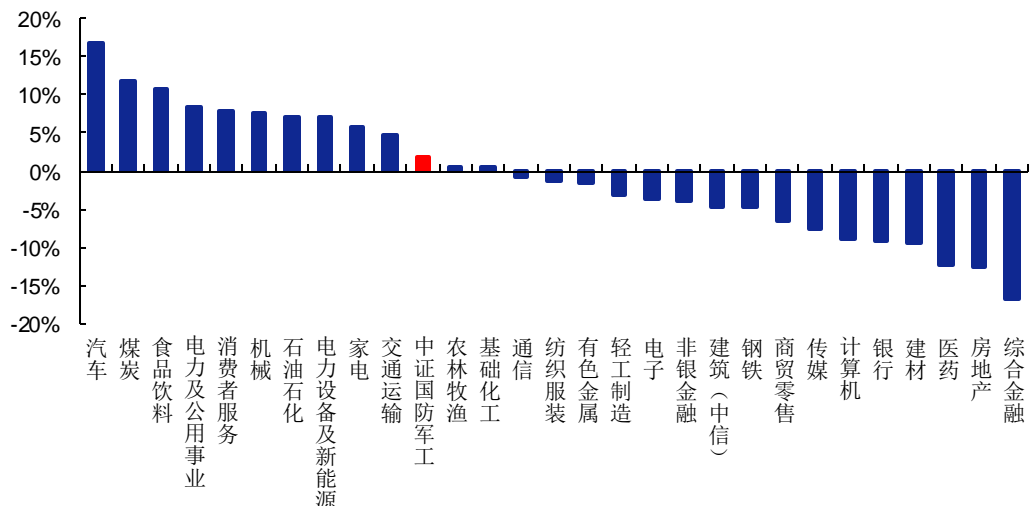
图 1：2022H1 中证军工指数区间涨跌幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2022Q2 至 8 月 31 日，中证军工指数区间涨跌幅行业排名位列第 11 位，在宏观经济承压的背景下涨幅仍 相对靠前，再次验证了我们前述观点：军工行业受短期经济波动影响较小，全年保军任务基本不变。十四五期间行业基本面发生根本性变化，其业绩确定性高且部分公司估值具备吸引力。

图 2：2022Q2 中证军工指数区间涨跌幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

在我们选取的公司中，2022 上半年涨幅前十位分别是：中无人机、盛路通信、纵横股份、红相股份、振华科技、航天宏图、新雷能、特发信息、华测导航、迈信林；跌幅前十位分别是：ST 新研、科思科技、上海沪工、睿创微纳、中直股份、日发精机、利君股份、宏达电子、火炬电子、北摩高科。

表 1：2022H1 个股涨跌幅前十

证券代码	证券简称	性质	类型	2022H1 涨幅%	证券代码	证券简称	性质	类型	2022H1 跌幅%
688297.SH	中无人机	航空	国企	64.39%	300159.SZ	ST 新研	航天	民企	-59.78%
002446.SZ	盛路通信	信息化	民企	14.55%	688788.SH	科思科技	信息化	民企	-53.01%
688070.SH	纵横股份	航空	民企	14.07%	603131.SH	上海沪工	航天	民企	-49.51%
300427.SZ	红相股份	航天	民企	13.74%	688002.SH	睿创微纳	信息化	民企	-49.31%
000733.SZ	振华科技	信息化	国企	9.41%	600038.SH	中直股份	航天	国企	-43.71%
688066.SH	航天宏图	信息化	民企	8.39%	002520.SZ	日发精机	航空	民企	-41.40%
300593.SZ	新雷能	航天	民企	7.07%	002651.SZ	利君股份	航空	民企	-40.67%
000070.SZ	特发信息	信息化	国企	6.92%	300726.SZ	宏达电子	信息化	民企	-38.20%
300627.SZ	华测导航	信息化	民企	5.53%	603678.SH	火炬电子	信息化	民企	-37.38%
688685.SH	迈信林	航空	民企	4.76%	002985.SZ	北摩高科	航天	民企	-36.61%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2022Q2 涨幅前十公司分别是：纵横股份、振芯科技、菲利华、中无人机、国博电子、智明达、新劲刚、图南股份、铂力特、盛路通信；跌幅前十位分别是：ST 新研、宏达电子、爱乐达、科思科技、中国长城、观典防务、华伍股份、中航电测、火炬电子、航锦科技。

表 2：2022Q2 个股涨跌幅前十

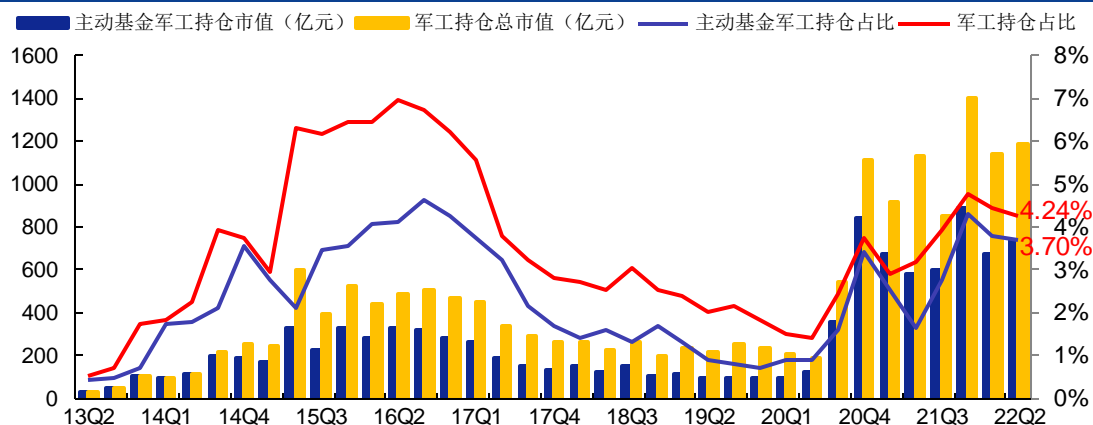
证券代码	证券简称	性质	类型	2022Q2 涨幅%	证券代码	证券简称	性质	类型	2022Q2 跌幅%
688070.SH	纵横股份	信息化	民企	134.70%	300159.SZ	ST 新研	航空	民企	-37.47%
300101.SZ	振芯科技	航天	民企	69.04%	300726.SZ	宏达电子	航空	民企	-30.46%
300395.SZ	菲利华	信息化	民企	53.13%	300696.SZ	爱乐达	航空	民企	-28.29%
688297.SH	中无人机	航天	国企	48.69%	688788.SH	科思科技	新材料	民企	-23.52%
688375.SH	国博电子	航空	国企	40.94%	000066.SZ	中国长城	航空	国企	-19.14%
688636.SH	智明达	信息化	民企	39.77%	688287.SH	观典防务	信息化	民企	-18.26%
300629.SZ	新劲刚	航空	民企	39.25%	300095.SZ	华伍股份	航空	民企	-18.14%
300855.SZ	图南股份	新材料	民企	38.12%	300114.SZ	中航电测	新材料	国企	-17.54%
688333.SH	铂力特	航空	民企	37.42%	603678.SH	火炬电子	航空	民企	-16.77%
002446.SZ	盛路通信	航空	民企	36.26%	000818.SZ	航锦科技	信息化	民企	-15.26%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 基金持仓分析：公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，持股高度集中于航空产业链

公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，持股高度集中于航空产业链。我们根据安信军工数据库（含 136 个军工标的），对公募基金重仓持股情况进行统计，结果显示，2022Q2 公募基金重仓持股中军工持股总市值 1189.77 亿元，持仓比例为 4.24%，环比下降 0.20pct；剔除军工行业被动基金后，重仓持股中军工持股市值为 742.95 亿元，持股比例为 3.70%，环比下降 0.11pct，仍维持在较高水平，反映公募基金主动配置军工行业个股的意愿较强。

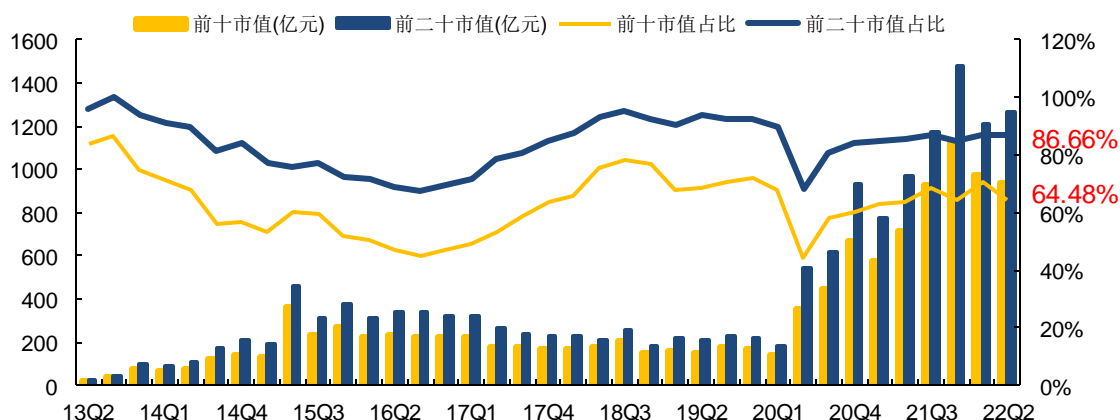
图 3：军工行业公募基金重仓持股统计



资料来源：Wind，安信证券研究中心

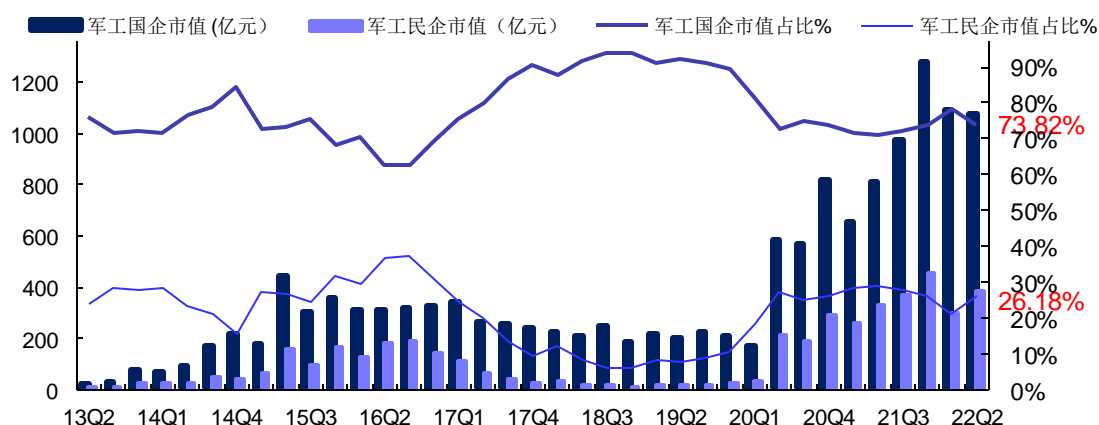
军工行业持股集中度略有下降，民参军占比持续提升。重仓持仓前十占比 64.48%（Q1 重仓持仓前十占比 70.66%），Q2 持仓前二十占比 86.66%（Q1 持仓前二十占比 87.20%），前十持股集中度略有下降。国有企业持仓比例为 73.82%，持仓比例下降 4.74pct。民参军公司持仓比例为 26.18%，环比提升 4.74pct。我们认为，民企持仓比例持续提升或是因为民参军公司主营业务相对聚焦、业绩释放相对充分进一步得到市场认可；随着国企三年改革方案的进一步落地，军工国企基本面得到改善，后续军工国企认可度有望提升。

图 4：2022Q2 军工行业基金重仓持股集中度（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2022Q2 基金军工重仓持仓结构（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2022Q2 重仓持仓前十个股为紫光国微、振华科技、中航光电、中航沈飞、抚顺特钢、中航重机、西部超导、航发动力、中航高科、中航机电，航空板块成为重点配置；相较上季度中航西飞、菲利华、七一二出列，抚顺特钢、中航高科、中航机电入列；2022Q2 重仓持仓前十国企个股为紫光国微、振华科技、中航光电、中航沈飞、中航重机、西部超导、航发动力、中航高科、中航机电、中航西飞；2022Q2 重仓持仓前十民参军个股为抚顺特钢、菲利华、鸿远电子、三角防务、新雷能、爱乐达、火炬电子、航天宏图、华测导航、应流股份。

表 3：2022Q2 公募基金军工重仓持仓市值排名

2022Q2 持仓前十								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	262.00	12,231.44	-3,683.62	232.05	20.16	-7.25
2	000733.SZ	振华科技	212.00	14,062.46	-1,871.15	191.21	27.17	19.90
3	002179.SZ	中航光电	206.00	22,024.86	7,692.10	139.46	14.59	14.82
4	600760.SH	中航沈飞	88.00	11,950.30	1,690.74	72.24	6.10	8.10
5	600399.SH	抚顺特钢	77.00	39,256.20	20,672.56	70.27	19.91	21.52
6	600765.SH	中航重机	144.00	21,139.93	5,031.54	68.03	15.87	5.49
7	688122.SH	西部超导	80.00	7,098.46	-811.10	65.45	22.71	6.44
8	600893.SH	航发动力	80.00	13,296.13	-1,069.58	60.51	5.71	1.70
9	600862.SH	中航高科	65.00	15,361.91	7,335.35	43.17	11.03	25.45
10	002013.SZ	中航机电	50.00	31,415.25	10,542.41	38.80	8.09	15.16
2022Q2 持仓前十军工国企								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	262.00	12,231.44	-3,683.62	232.05	20.16	-7.25
2	000733.SZ	振华科技	212.00	14,062.46	-1,871.15	191.21	27.17	19.90
3	002179.SZ	中航光电	206.00	22,024.86	7,692.10	139.46	14.59	14.82
4	600760.SH	中航沈飞	88.00	11,950.30	1,690.74	72.24	6.10	8.10
5	600765.SH	中航重机	144.00	21,139.93	5,031.54	68.03	15.87	5.49
6	688122.SH	西部超导	80.00	7,098.46	-811.10	65.45	22.71	6.44
7	600893.SH	航发动力	80.00	13,296.13	-1,069.58	60.51	5.71	1.70
8	600862.SH	中航高科	65.00	15,361.91	7,335.35	43.17	11.03	25.45
9	002013.SZ	中航机电	50.00	31,415.25	10,542.41	38.80	8.09	15.16
10	000768.SZ	中航西飞	74.00	12,495.84	58.59	37.85	4.51	5.52
2022Q2 持仓前十民参军公司								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	600399.SH	抚顺特钢	77.00	39,256.20	20,672.56	70.27	19.91	21.52
2	300395.SZ	菲利华	83.00	8,597.53	2,530.17	38.69	18.12	20.57
3	603267.SH	鸿远电子	46.00	2,541.20	381.74	34.06	10.96	4.89
4	300775.SZ	三角防务	43.00	6,759.74	1,868.89	32.55	14.06	16.36
5	300593.SZ	新雷能	43.00	7,197.28	3,329.37	29.88	23.92	26.99
6	300696.SZ	爱乐达	30.00	4,800.39	1,331.16	21.10	25.85	6.76
7	603678.SH	火炬电子	18.00	4,122.44	-1,619.00	19.30	8.97	-8.71
8	688066.SH	航天宏图	29.00	2,254.11	432.34	17.76	19.28	14.32
9	300627.SZ	华测导航	36.00	4,416.89	2,566.89	15.19	10.22	33.15
10	603308.SH	应流股份	12.00	8,306.97	2,061.71	13.52	12.16	16.71

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2022Q2 加仓前十分别为抚顺特钢、中航光电、中航高科、中航机电、中航沈飞、三角防务、新雷能、振华科技、华测导航、航发控制。

2022Q2 减仓前十分别为紫光国微、火炬电子、北摩高科、中简科技、七一二、航天彩虹、中直股份、航发动力、西部超导、宏达电子。

表 4: 2022Q2 公募基金加/减仓排名

2022Q2 加仓前十							
序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	加仓市值 (亿)	股价变动 (%)
1	600399.SH	抚顺特钢	39,256.20	70.27	19.91	42.89	21.52
2	002179.SZ	中航光电	22,024.86	139.46	14.59	28.11	14.82
3	600862.SH	中航高科	15,361.91	43.17	11.03	25.11	25.45
4	002013.SZ	中航机电	31,415.25	38.80	8.09	16.21	15.16
5	600760.SH	中航沈飞	11,950.30	72.24	6.10	14.56	8.10
6	300775.SZ	三角防务	6,759.74	32.55	14.06	12.31	16.36
7	300593.SZ	新雷能	7,197.28	29.88	23.92	12.14	26.99
8	000733.SZ	振华科技	14,062.46	191.21	27.17	10.52	19.90
9	300627.SZ	华测导航	4,416.89	15.19	10.22	8.44	33.15
10	000738.SZ	航发控制	4,646.74	13.06	3.74	7.09	21.25
2022Q2 减仓前十							
序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	减仓市值 (亿)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	12,231.44	232.05	20.16	-93.47	-7.25
2	603678.SH	火炬电子	4,122.44	19.30	8.97	-10.50	-8.71
3	002985.SZ	北摩高科	190.08	1.11	1.06	-10.11	6.99
4	300777.SZ	中简科技	2,575.81	12.42	6.44	-7.17	-6.15
5	603712.SH	七一二	8,250.58	25.86	10.69	-5.98	-9.17
6	002389.SZ	航天彩虹	4,076.10	7.48	4.40	-5.47	-2.67
7	600038.SH	中直股份	501.00	2.26	0.85	-4.30	-11.20
8	600893.SH	航发动力	13,296.13	60.51	5.71	-3.99	1.70
9	688122.SH	西部超导	7,098.46	65.45	22.71	-3.06	6.44
10	300726.SZ	宏达电子	499.37	3.05	2.47	-2.40	-7.85

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022Q2 基金持股占流通市值比前十分别为振华科技、爱乐达、新雷能、西部超导、紫光国微、抚顺特钢、航天宏图、菲利华、中航重机、中航光电。

表 5: 2022Q2 持股占流通市值比前十

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	000733.SZ	振华科技	212	14,062.46	-1,871.15	191.21	27.17	19.90
2	300696.SZ	爱乐达	30	4,800.39	1,331.16	21.10	25.85	6.76
3	300593.SZ	新雷能	43	7,197.28	3,329.37	29.88	23.92	26.99
4	688122.SH	西部超导	80	7,098.46	-811.10	65.45	22.71	6.44
5	002049.SZ	紫光国微	262	12,231.44	-3,683.62	232.05	20.16	-7.25
6	600399.SH	抚顺特钢	77	39,256.20	20,672.56	70.27	19.91	21.52
7	688066.SH	航天宏图	29	2,254.11	432.34	17.76	19.28	14.32
8	300395.SZ	菲利华	83	8,597.53	2,530.17	38.69	18.12	20.57
9	600765.SH	中航重机	144	21,139.93	5,031.54	68.03	15.87	5.49
10	002179.SZ	中航光电	206	22,024.86	7,692.10	139.46	14.59	14.82

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022Q2 持有基金数量前十：紫光国微、振华科技、中航光电、中航重机、中航沈飞、菲利华、西部超导、航发动力、抚顺特钢、中航西飞。

表 6：2022Q2 持有基金数量前十

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	262	12,231.44	-3,683.62	232.05	20.16	-7.25
2	000733.SZ	振华科技	212	14,062.46	-1,871.15	191.21	27.17	19.90
3	002179.SZ	中航光电	206	22,024.86	7,692.10	139.46	14.59	14.82
4	600765.SH	中航重机	144	21,139.93	5,031.54	68.03	15.87	5.49
5	600760.SH	中航沈飞	88	11,950.30	1,690.74	72.24	6.10	8.10
6	300395.SZ	菲利华	83	8,597.53	2,530.17	38.69	18.12	20.57
7	688122.SH	西部超导	80	7,098.46	-811.10	65.45	22.71	6.44
8	600893.SH	航发动力	80	13,296.13	-1,069.58	60.51	5.71	1.70
9	600399.SH	抚顺特钢	77	39,256.20	20,672.56	70.27	19.91	21.52
10	000768.SZ	中航西飞	74	12,495.84	58.59	37.85	4.51	5.52

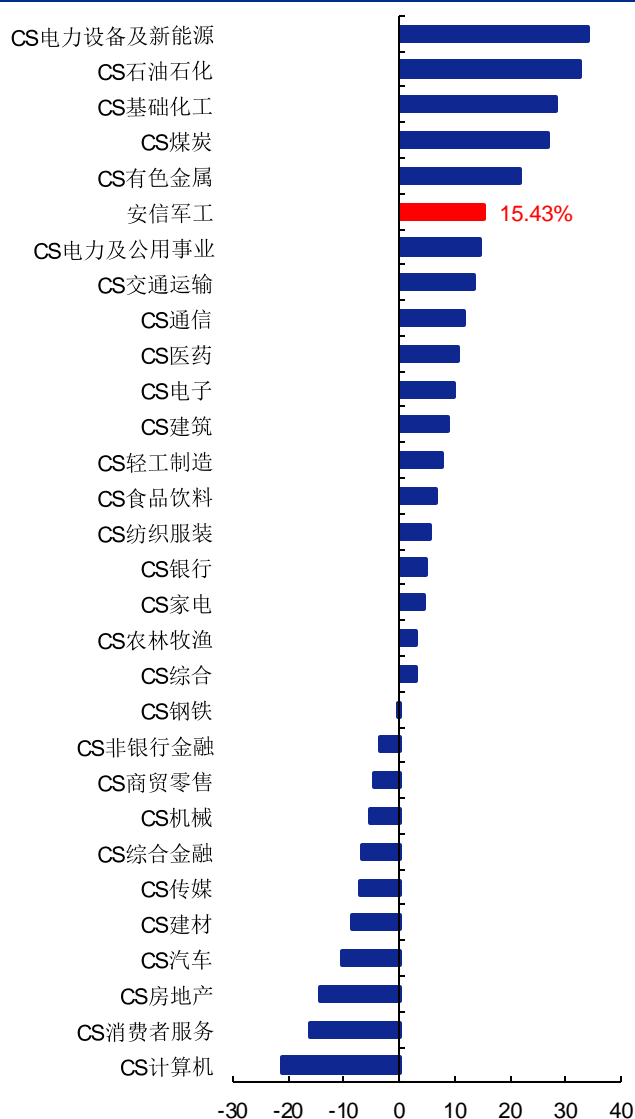
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 利润表：行业整体增长较好，行业增速排名居前

2.1. 行业整体增长较好，行业增速排名居前

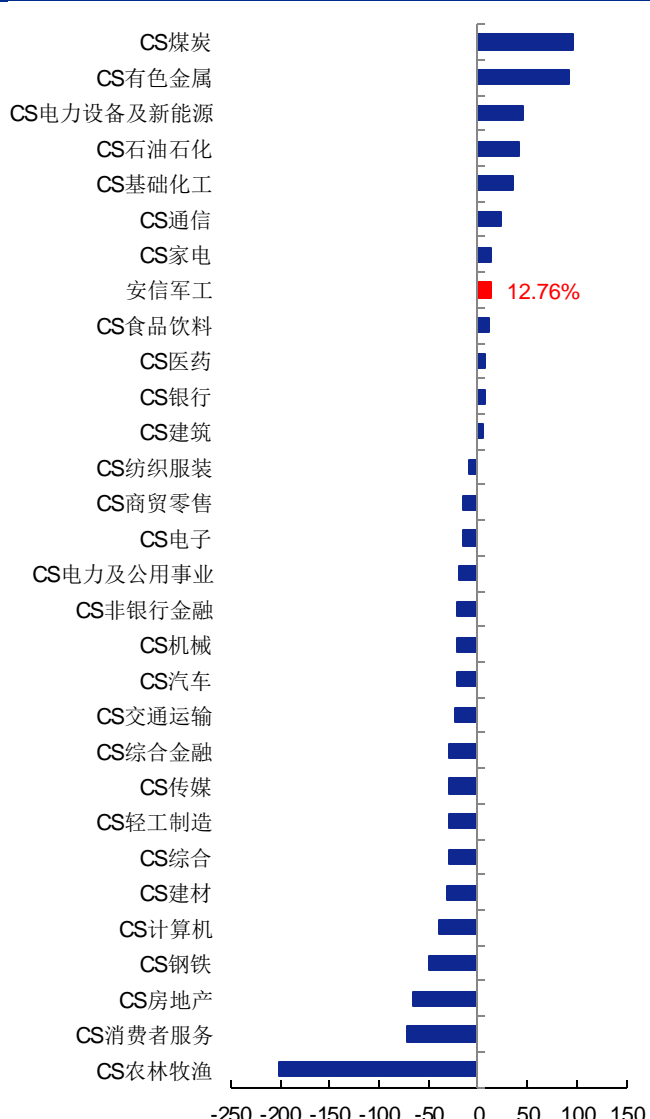
我们本次利润表分析的样本为：剔除军品业务占比较低、减值影响较大、ST 公司以及因非经营因素导致业绩对整体板块影响较大的公司，选取有足够代表性的 107 家公司组成安信军工板块，为进一步提升样本的代表性，中航高科仅计算新材料业务。在 A 股 30 个行业中，收入增速排名第 6，归母净利增速则排在第 8 位，均处于行业领先地位。在 2021 年行业受疫情影响较小、基数较大的情况下，继 2021 年年报和 2022Q1 财报数据持续反映军工产业链各环节高景气度后，2022H1 行业营收和利润增速均实现较高增长，再次验证我们对军工行业高景气度的判断。随着十四五期间军工行业景气度持续向好，预计未来三年军工行业高速增长的确性大，相对其他行业具有比较优势。

图 6：2022H1 军工行业营收增速排名第 6 位 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：2022H1 年军工行业归母净利增速排名第 8 位 (%)

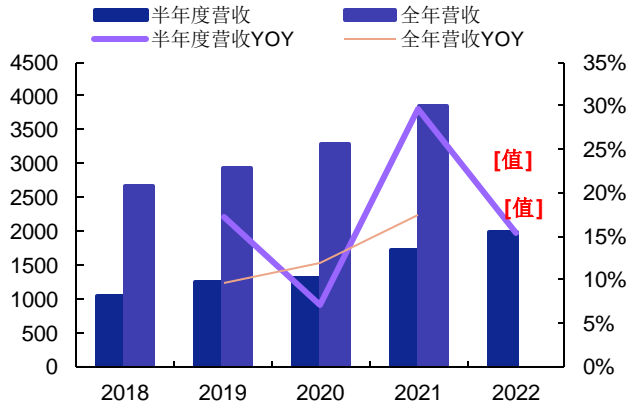


资料来源：Wind，安信证券研究中心

我们选取军工行业 139 家军工企业，并将军品业务占比较低、减值影响较大、ST 公司以及因非经营因素导致业绩对整体板块影响较大的公司剔除，得到最终 107 家公司；为了进一步提升样本的代表性，中航高科仅计算新材料业务，修正后，军工行业 2022 年上半年合计实现营收 (1,978.07 亿，同比增长 15.43%)，归母净利润 (200.66 亿，同比增长 12.76%)。

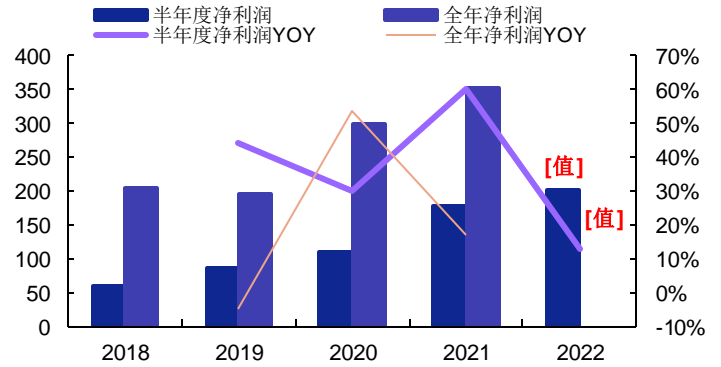
综合来看, 2022H1 军工板块业绩在 2021H1 基数较大的基础上仍保持较快增长。我们认为, 2022H1 财报数据进一步验证了军工行业高景气度, 业绩增速保持高速增长, 预计在“十四五”期间, 在军费稳定增长及加强实战化训练的大背景下, 行业需求端有所保证, 基本面趋势将持续向好, 军工行业有望保持高速和高质量发展。

图 8: 军工行业近五年营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9: 军工行业近五年净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

分子行业看, 新材料、航空板块增速显著高于行业整体, 信息化、航天增速略缓。其中, 航空装备子行业上市资产较多, 收入基数较大, 2022 上半年航空收入增速加快, 均衡生产力度有所加强, 利润水平提升显著, 营业收入和归母净利润增速分别为 17.87%、22.52%, 营业收入和归母净利润均为近五年最高值; 航天子行业军品上市资产占比较少, 优质资产仍在航天科技和航天科工集团内, 上市公司业绩对板块实际表现代表性有限, 营业收入和归母净利润增速分别为 17.48%、8.95%, 保持稳健增长; 信息化子行业营业收入和归母净利润增速分别为 4.87%、0.95%, 主要系去年基数较大, 同时部分企业如华力创通、兴图新科等因疫情影响项目推进受阻所致; 2022 上半年新材料营收增速为 20.11%, 归母净利润增速高达 19.26%, 反映出新材料子行业规模效应逐步体现, 净利率水平持续提升。整体来看, 军工板块业绩增速普遍较快, 各子行业的收入利润增速情况详见下文。

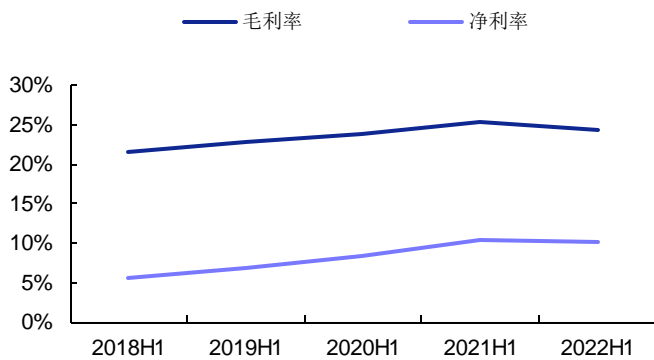
表 7: 军工各子行业 2022H1 营收增速及归母净利润增速

2022H1	航空	航天	信息化	新材料
营收增速	17.87%	17.48%	4.87%	20.11%
归母净利润增速	22.52%	8.95%	0.95%	19.26%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

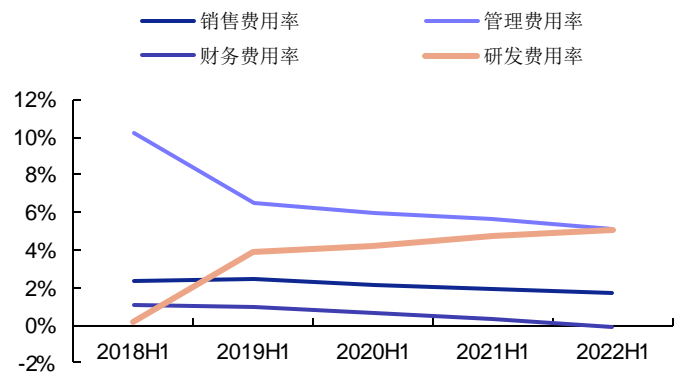
军工行业整体盈利能力基本保持稳定, 研发投入力度持续加强, 提质增效成果显著。2022 上半年军工板块毛利率较去年同期小幅下跌 1.03pct 至 24.27%, 净利率小幅下跌 0.24pct 至 10.14%, 或系上半年各地疫情频发, 供应链受阻且原材料价格持续走高所致; 而净利率跌幅小于毛利率跌幅, 反映期间经营效率有所提升。2022 上半年行业期间费用率 11.84%, 同比下降 0.85pct, 主要系管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.50pct 和 0.45pct 所致, 或反映军工行业上市公司尤其是国企提质增效效果显现。此外, 研发费用率小幅提升 0.27pct 至 5.03%, 反映在十四五练兵备战背景下, 我国武器装备发展迅速, 预先研究及新型装备研制有加速态势, 军工企业为提高本身行业内竞争力, 相应加大研发投入, 或有望提高中长期业绩弹性。

图 10: 军工行业近五年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

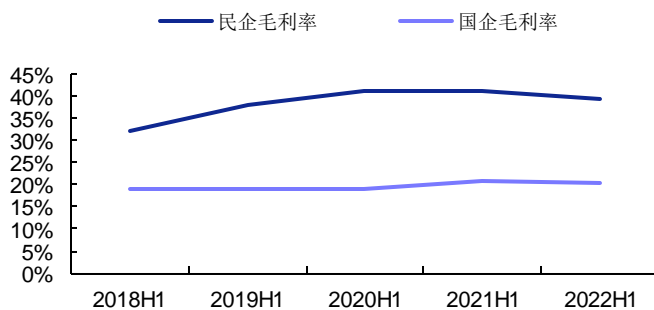
图 11: 军工行业近五年期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

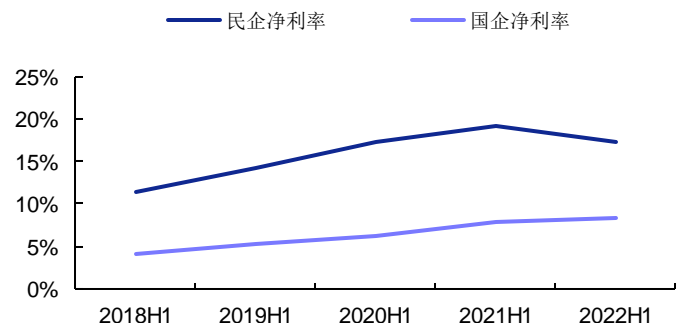
国企和民企来看, 国企盈利能力改善, 民企略有下滑。2022 上半年国企毛利率同比下跌 0.57pct 至 20.22%, 净利率提升 0.30pct 至 8.24%; 民企毛利率和净利率都显著高于国企, 2022 上半年民企毛利率 39.38%, 同比下跌 2.03pct, 净利率 17.24%, 同比下跌 1.87pct, 我们认为或系民参军企业整体军品业务占比相对较低, 而民品业务受宏观经济影响, 短期管理、销售等成本难以下降, 造成整体盈利能力受到压制。随着国企三年改革方案的不断推进, 军改削弱等带来基本面好转, 业绩持续印证行业高景气度, 国企民企均有望迎来戴维斯双击。

图 12: 军工行业国企、民企近五年毛利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 军工行业国企、民企近五年净利率

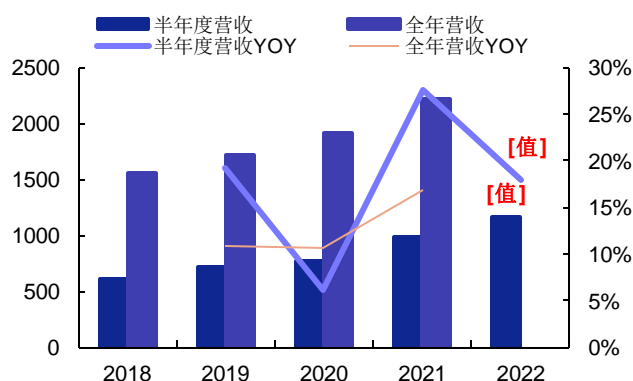


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 航空: 主机厂业绩稳定释放, 产业链整体实现高增长

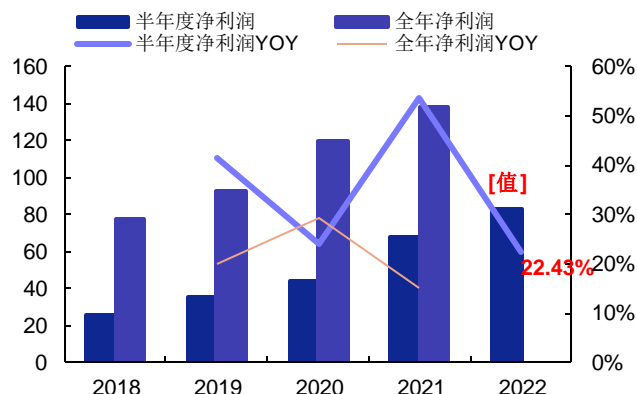
2022 上半年航空板块营收(1154.16 亿, +17.87%), 增长显著; 归母净利润(83.53 亿, +22.43%), 净利润增速显著高于营收增速, 主要由于航空主机厂占比高, 营收和净利润增速相比产业链中上游相关企业更为平稳, 且季节性较强, 收入确认集中在下半年。剔除主机厂后, 航空子行业归母净利润增速达 27.74%。其中, 中航重机(同比+107.44%)、广联航空(同比+85.09%)、三角防务(同比+82.35%)、派克新材(同比+62.35%)、航宇科技(同比+51.27%) 均实现归母净利润同比+50%以上增长, 充分彰显航空板块高景气度。我们预计, 在“十四五”期间各式主战机型更新换代需求将使航空装备领域, 尤其是主机厂及其相关产业链充分受益。

图 14: 航空板块近五年营收及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

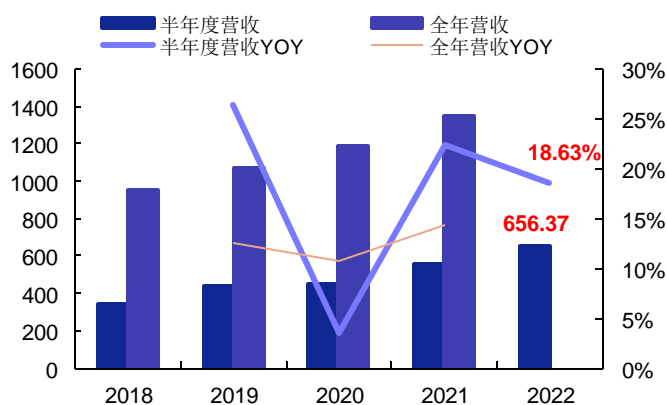
图 15: 航空板块近五年归母净利及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

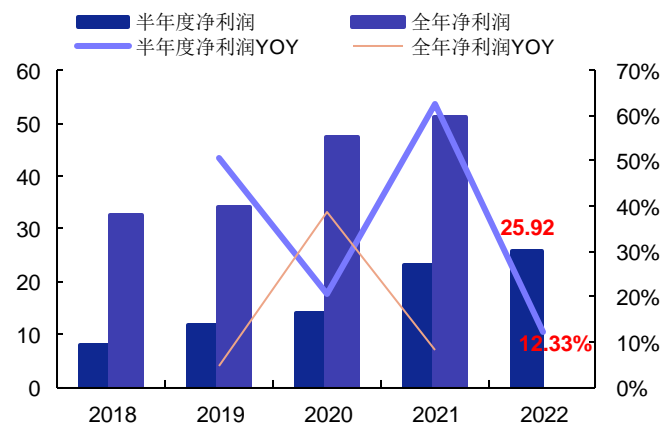
航空主机厂继续稳定增长, 产业链企业受益显著。航空工业集团尤其是主机厂, 近两年大力推进均衡化生产, 中航沈飞、洪都航空等全年营收利润稳定增长。2022H1 航空主机厂合计营收 (656.37 亿, +18.63%), 归母净利润 (25.92 亿, +12.33%), 业绩实现较快增长, 但由于主机厂规模较大, 营收和利润基数较高, 收入确认主要集中在下半年, 较产业链中上游企业增长表现有所差异。主机厂业绩加速增长或反映各型号装备列装交付规模提升, 其中配套产业链相关标的如中航重机 (归母净利润同比增长 107.44%)、广联航空 (归母净利润同比增长 85.09%)、三角防务 (归母净利润同比增长 82.35%) 增速显著提升, 受益明显, 均大超行业平均增速, 板块整体景气度良好。

图 16: 航空主机厂近年营收及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

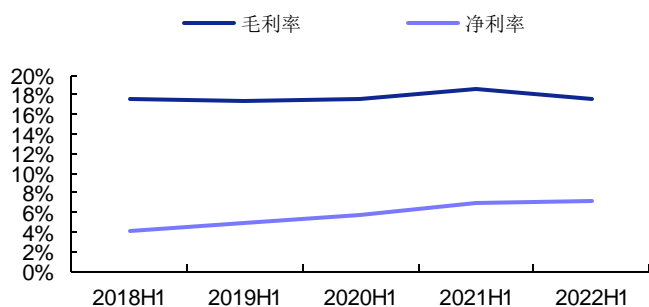
图 17: 航空主机厂近五年归母净利及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

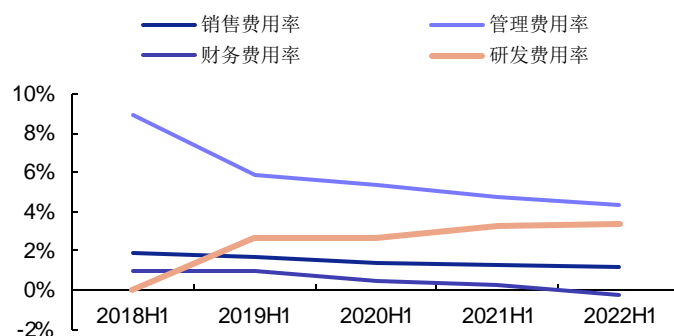
提质增效成果显著, 期间费用率大幅降低。2022 上半年航空板块毛利率 17.56%, 同比下跌 1.03pct, 其中航空主机厂毛利率同比下跌 1.44pct 至 9.62%, 主要系航发动力、航天彩虹、中直股份由于产品结构调整等原因所致。航空板块期间费用控制良好, 在研发费用率提升 0.10pct 的情况下, 由于销售费用率、管理费用率和财务费用率都有所改善, 期间费用率下降 1.03pct, 因此航空板块净利润率由 21H1 的 6.96% 提高至 7.24%。近年来, 航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”, 大力控成本、降费用、压支出, 取得了较为明显的效果, 我们认为, 随着国企三年改革方案的逐步落地, 企业提质增效不断深化和持续, 航空板块公司盈利水平有望得到进一步提升。

图 18: 航空板块近五年毛利率及净利率



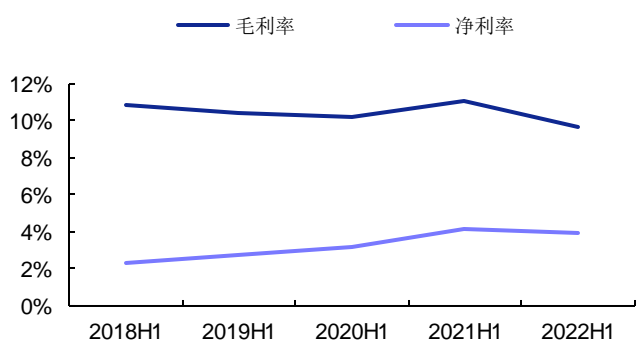
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 航空板块近五年期间费用率



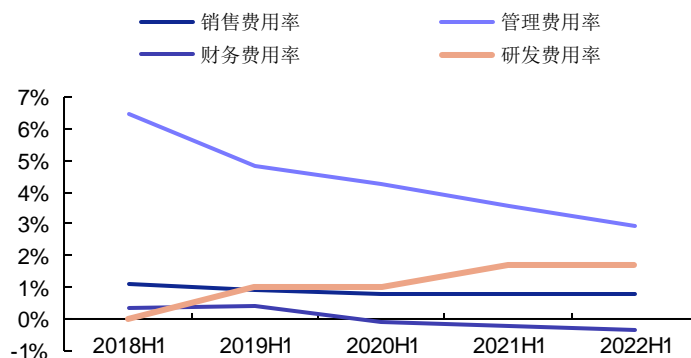
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 航空主机厂近五年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 航空主机厂近五年期间费用率

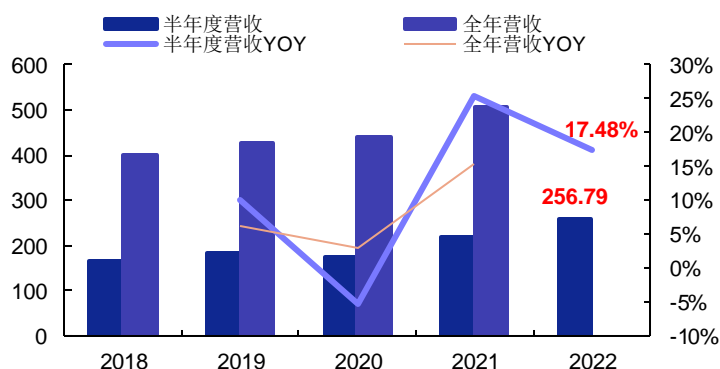


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 航天: 净利率基本保持稳定, 研发投入持续加大

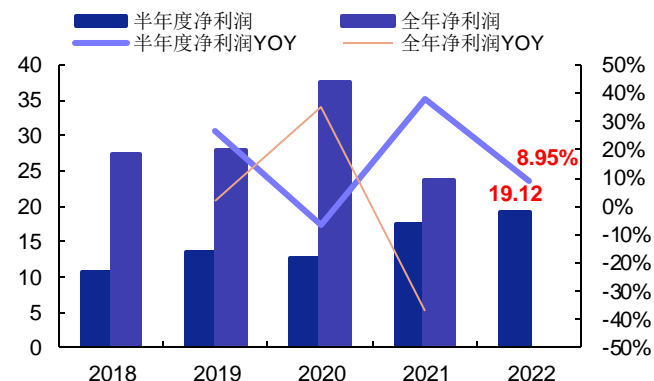
2022 上半年航天板块营收 (256.79 亿, +17.48%), 归母净利润 (19.12 亿, +8.95%), 子行业整体保持平稳增长。上半年, 我国已成功完成多项发射任务, 包括发射首型固体捆绑运载火箭、长征七号遥五运载火箭搭载天舟四号成功升空、神舟十四号载人飞船成功升空、首个科学实验舱“问天”发射成功等。此外, 据国防部公开报道显示, 上半年各战区实弹演习频次较此前进一步提升, 导弹弹药的消耗需求量增加。相关配套公司新雷能 (归母净利润同比+54.87%)、中国卫星 (归母净利润同比+46.81%)、新余国科 (归母净利润同比+46.38%) 均实现同比+40%以上增长, 彰显航天板块高景气度。我们预计, 在“十四五”期间积极备战的大背景下, 伴随着战略储备需求的增加及实战化演练的消耗需求, 航天板块景气度或将持续提升。

图 22: 航天板块近五年营收及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

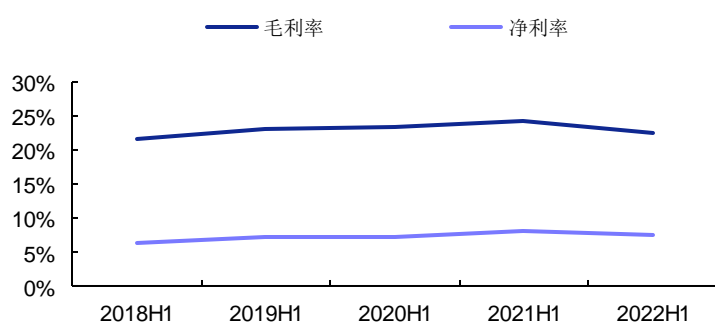
图 23: 航天板块近五年归母净利润及营收增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

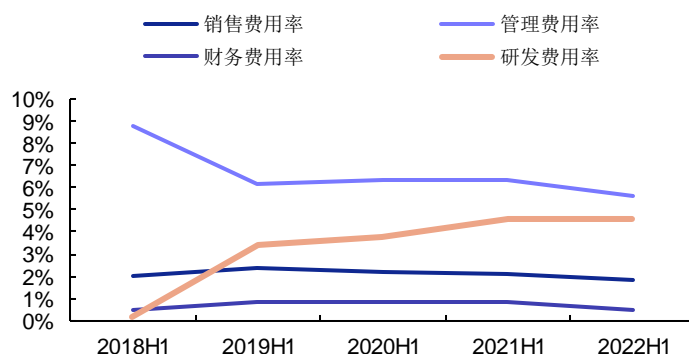
航天板块净利率基本保持稳定,研发投入不断加大。航天板块 2022 上半年毛利率 22.47%,较去年同期下滑 1.72pct,净利率 7.45%,同比下滑 0.58pct,净利率下滑幅度小于毛利率,主要系期间费用率同比改善 1.23pct 至 12.58%。其中,管理费用率减少 0.74pct 至 5.65%,销售费用率下降 0.23pct 至 1.85%,财务费用率 0.33pct 至 0.46%,研发费用率同比上升 0.07pct 至 4.63%,整体期间费用率有所改善。

图 24: 航天板块近五年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 航天板块近五年期间费用率



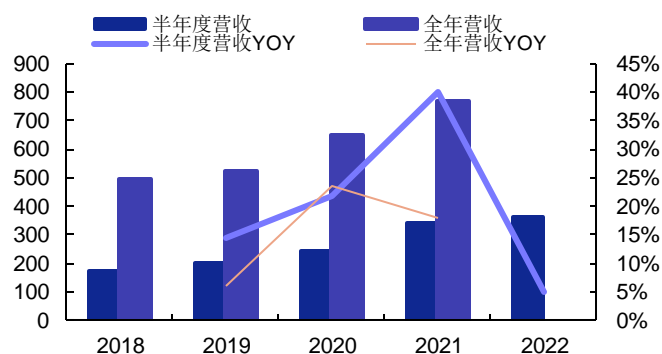
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

航天科技集团公布本年度多项重大航天工程规划,预计全年保持 50 次以上高密度发射。2022 年 2 月 17 日,航天科技集团官方公众号公布了本年度一系列航天工程任务的规划与进展。据规划,我国今年将发射两艘货运飞船、两艘神舟飞船和两个空间站实验舱,全面建成中国空间站。今年,我国航天的发射次数将保持 50 次以上的高密度。面向未来更深更远的太空,载重量超过 100 吨的重型火箭、新一代载人火箭也已经进入研制阶段。此外,探月工程四期将于今年全面启动,未来我国将通过嫦娥六号、嫦娥七号和嫦娥八号三次任务,建立中国第一个月球科研站的基本型。小行星探测也即将迎来新的挑战。工程负责人表示,我国有望实现从小行星取样返回,还要开展从火星取样返回的先期研制,虽任务难度大,但工程全线有信心将其实施到位。航天领域任务日益饱满,预计相关产业链景气度将持续提升。

2.4. 信息化：毛利率稳步提升，研发力度不断加强

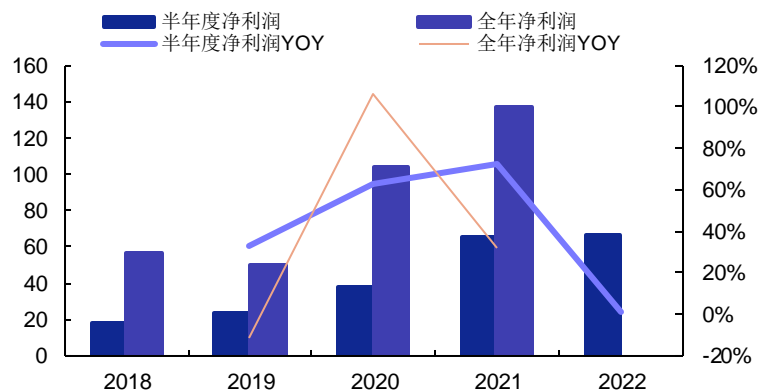
军队信息化建设叠加国产替代，板块仍存在一定业绩弹性。信息化板块 2022 上半年实现营业收入（360.96 亿，+4.87%），归母净利润（66.01 亿，+0.95%），营收和归母净利润增速同比减缓，主要系去年基数较大及部分企业如华力创通、兴图新科等因疫情影响项目推进受阻。军工半导体、上游元器件、雷达及电子对抗、通信导遥等率先反映行业景气度，部分公司尤其是上游半导体和元器件公司业绩在 2021 年已率先进入高速增长阶段，2022H1 上游芯片和元器件公司保持高增长的同时，景气度进一步向下游传导。如振华科技（归母净利润同比+146.98%）、振芯科技（归母净利润同比+105.09%）业绩保持高增长，预计后续景气度将进一步向中下游公司传导，板块保持高速增长态势。

图 26：信息化近五年营收情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

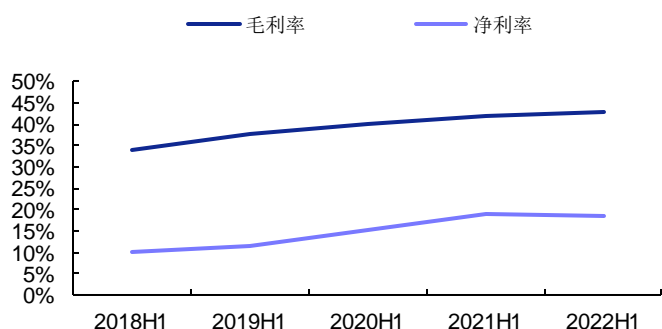
图 27：信息化板块近五年归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

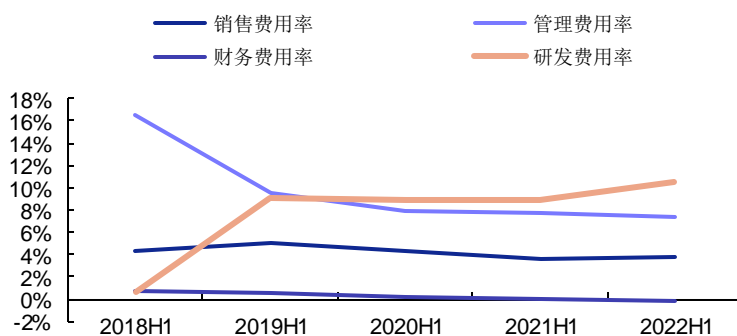
信息化板块毛利率稳步提升，研发投入不断加大。2022 上半年信息化板块毛利率同比提升 0.92pct 至 43.02%，提升或主要源于规模效应体现和板块部分公司优化改善产品结构所致；净利率下跌 0.71pct 至 18.29%，净利率下滑或主要因行业期间费用率上升 1.06pct 至 21.33% 所致。其中，研发费用率上升 1.55pct 至 10.44%，销售费用率上升 0.08pct 至 3.72%。随着下游客户需求进一步上行，公司积极布局新产品，板块景气度或将持续提升。

图 28：信息化板块近五年毛利率净利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：信息化板块近五年费用率情况

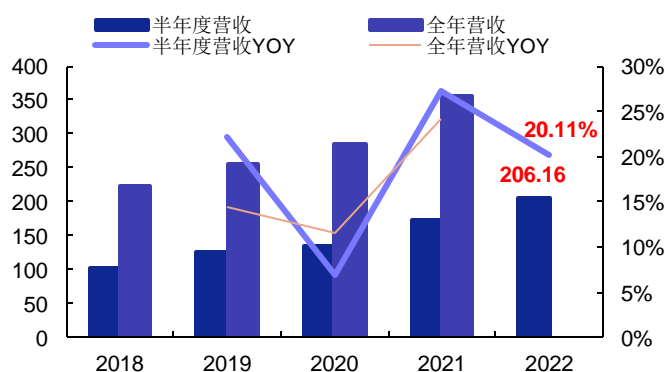


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.5. 新材料：规模效应促进盈利提升，子行业保持高速增长

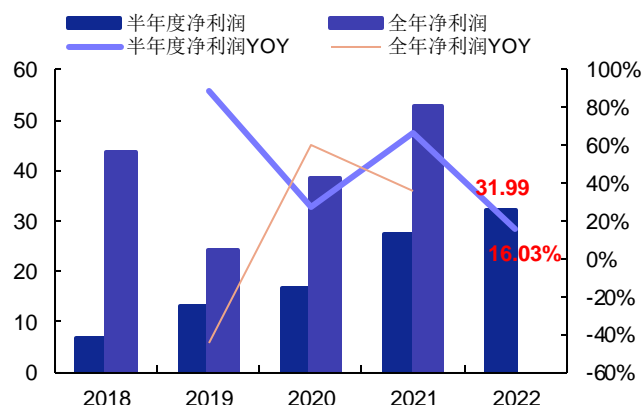
新材料板块收入利润稳步提升，反映行业景气度持续上行。2022 上半年新材料板块实现收入（206.16 亿元，+20.11%），民企增长较为明显，其中铂力特、菲利华和中简科技分别增长 92.83%、57.04%、56.63%；2022 上半年实现归母净利润（31.99 亿元，+16.03%），其中中简科技、西部超导及新劲刚增速居前，归母净利润同比分别增长 96.70%、76.27%及 53.5%，后续伴随我军新机型逐步列装及高端材料用量占比提升，叠加国产发动机国产替代趋势，国产高端合金用量不断提升，板块有望继续保持增长态势。

图 30：新材料板块历年收入情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

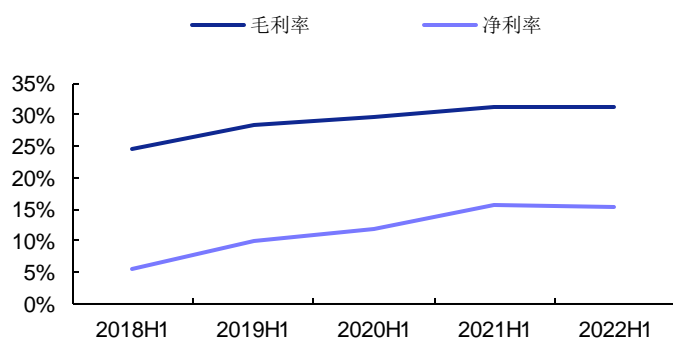
图 31：新材料板块历年归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

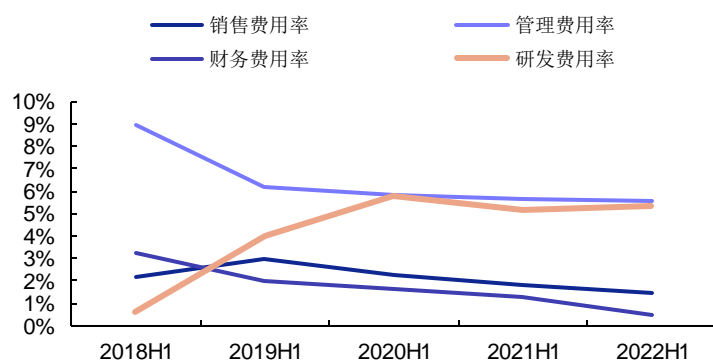
净利率基本保持稳定，盈利能力有望企稳回升。2022 上半年新材料板块毛利率 31.21%，同比微跌 0.11pct，净利率微跌 0.11pct 至 15.52%，或与产品结构变化及原材料成本上升有关。期间费用率改善 1.11pct 至 12.78%，其中销售费用改善 0.33pct 至 1.49%；管理费用改善 0.16pct 至 5.51%，财务费用下降 0.76pct 至 0.48%。随着下游需求的扩大，新材料板块盈利能力有望在规模作用下进入企稳回升阶段。

图 32：新材料板块近五年毛利率净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 33：新材料板块近五年期间费用



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 资产负债表：行业基本面持续改善，合同负债反映在手订单情况良好

资产负债表重点关注预收账款和合同负债（体现在手订单情况）、存货（原材料科目的变化或反映中长期增长）等科目变化。从 2022H1 数据可看出：1) 军工行业 2022H1 预收账款较期初减少了 2.85%，除航空板块较期初增长 0.28%外，新材料、航天及信息化板块均有不同程度的下滑，或与均衡生产，交付确认节奏变化有关。其中航空板块剔除沈飞后增速为 33.39%，充分反映出公司在手订单饱满，未来需求旺盛；2) 军工行业存货较期初增长 10.75%，其中航空、航天、信息化、新材料板块存货分别增长 10.29%、9.04%、13.17%、9.95%；反映出板块公司正在加快生产，生产任务紧张；3) 军工行业在建工程较期初增加 7.38%，其中信息化和新材料板块较期初增加 7.38%、29.76%；反映行业内公司正在积极扩产，彰显下游景气度。综合来看半年报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好，我们预计 2022 年全年行业需求端保持旺盛，资产负债表相关科目变化或将持续体现。

3.1. 预收账款和合同负债：航空板块小幅增长，其他板块或因均衡生产有所下滑

预收账款和合同负债主要源于军方或军工企业向上游发布订单，一般会按批次订单规模提前支付 30%-50%不等的预付款，预收账款和合同负债能够体现在手订单的情况，且对于军工业务占比较大的企业，其表征意义更加明显。军工行业 2022H1 预收账款较期初减少 2.85%，除航空板块较期初增长 0.28%外，新材料、航天及信息化板块分别较期初下降 2.70%、12.77%及 21.85%，或与均衡生产，交付确认节奏变化有关。细分来看，航空板块尤其是航空主机厂合同负债变化幅度较大，其中中航沈飞较期初下降 159.28%，系前期预收款随产品交付确认收入所致，剔除沈飞后增速为 33.39%，表明下游军方需求旺盛，航空产业链景气度有望持续向上传导，预计后续随着预付款向产业链上游的支付，上游的新材料、信息化板块等公司合同负债或将显著增加。

表 8：2022H1 预收账款和合同负债情况（单位：亿元）

	2021	2022H1	增速
军工	1,045.22	1,015.43	-2.85%
航空	849.51	851.87	0.28%
航天	83.17	72.55	-12.77%
信息化	96.52	75.43	-21.85%
新材料	16.01	15.58	-2.70%
国企	989.44	959.52	-3.02%
民企	55.78	55.91	0.24%

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 9：2022H1 主机厂预收账款和合同负债情况（单位：亿元）

	2021	2022H1	增速
中航沈飞	365.35	206.07	-43.60%
中航西飞	65.88	264.46	301.44%
中直股份	23.38	23.15	-1.02%
洪都航空	68.48	64.68	-5.56%
航发动力	217.52	197.08	-9.40%
航天彩虹	0.12	0.14	20.47%
中无人机	4.49	2.94	-34.53%

资料来源：安信证券研究中心

1) 航空板块 2022H1 预收账款加合同负债 851.87 亿元，较期初增加 0.28%，其中中航西飞较期初增加 198.58 (+301.44%)，中航沈飞较期初减少 159.28 亿 (-43.60%)，剔除沈飞后，航空板块预收账款及合同负债较期初增长 33.39%，仍然实现较好增长，而考虑航

空板块整体增速高于军工行业，或是产品交付确认收入加快导致预收账款等增速稍低，从侧面反映航空板块当前高景气，生产和交付进度不断加快的态势。

- 2) **航天板块 2022H1 预收账款加合同负债共 72.55 亿元，较期初下降 12.77%**，其中，中国卫通较期初减少 5.61 亿 (-35.23%)，航天电子 4.07 亿 (-16.07%)，或与产品交付确认收入有关。若剔除中国卫通及航天电子，航天板块该科目较期初下降 2.24%。受益于迭代期、战略储备需求增加、实战化训练带动三方面的驱动因素，或将带来板块整体业绩的持续释放。
- 3) **信息化板块 2022H1 预收账款加合同负债共 75.43 亿元，较期初降低 21.85%**。其中，国博电子较期初减少 5.69 亿 (-97.43%)，中国长城较期初减少 5.08 亿 (-80.60%)，七一二较期初减少 3.51 亿 (-27.54%)，若剔除国博电子、中国长城及七一二，信息化板块该科目较期初下降 9.54%。由于信息化企业受益于武器装备更新换代及国产化进程，随着国防信息化建设进一步深化，预计信息化相关标的订单需求或将进一步提升，并带动资产负债表相关科目表现逐步转好。信息化板块相关标的主要属产业链上游，涵盖了雷达、通信、电子、导航等领域，因产品和下游客户的不同，付款方式存在明显差异。
- 4) **新材料板块 2022H1 预收账款加合同负债共 15.58 亿元，较期初减少 2.70%**，其中宝钛股份较期初减少 1.27 亿 (-39.61%)，西部超导较期初减少 0.81 亿 (-30.00%)。新材料板块主要处于产业链上游，收到预付款节奏普遍迟于中下游企业，预计后续随着下游预付款逐渐向上游兑现，信息化板块合同负债水平有望持续提升。

3.2. 存货：原材料不断保持增长，或反映行业中长期增长预期

2022H1 军工行业存货较期初增长 10.75%。分板块来看，信息化行业存货增长最快，达 13.17%，其中原材料较期初增长达 19.84%，或反映信息化公司在手订单充足，正在加紧生产。航空、航天、新材料板块存货也实现较快增长，分别为 10.29%、9.04%、9.95%。从存货结构来看，2022H1 原材料占比有所增加，主要反映军工行业公司上半年普遍按照订单提前备货、投产，处于加紧采购和生产状态。

表 10：2022H1 存货较期初增速

	原材料	在产品	产成品	存货
军工	24.83%	3.50%	7.14%	10.75%
航空	28.85%	1.17%	8.50%	10.29%
航天	20.37%	5.65%	4.22%	9.04%
信息化	19.84%	8.52%	7.71%	13.17%
新材料	19.19%	9.20%	3.69%	9.95%
国企	27.06%	2.32%	6.33%	9.85%
民企	17.14%	13.21%	9.07%	14.85%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 11：2021 年报、22H1 原材料、在产品 and 产成品占比

	原材料占存货比重		在产品占存货比重		产成品占存货比重	
	2021	2022H1	2021	2022H1	2021	2022H1
军工	27.98%	31.54%	50.10%	46.82%	21.54%	20.84%
航空	27.87%	32.56%	57.11%	52.38%	16.27%	16.01%
航天	23.39%	25.82%	55.21%	53.49%	15.77%	15.08%
信息化	31.01%	32.84%	34.17%	32.77%	32.67%	31.10%
新材料	27.63%	29.95%	39.32%	39.05%	34.75%	32.77%

国企	26.48%	30.62%	54.51%	50.77%	18.45%	17.86%
民企	34.81%	35.51%	30.07%	29.64%	35.59%	33.80%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 12: 2022H1 存货情况 (亿元)

	原材料	在产品	产成品	存货
军工	703.88	1,045.01	465.15	2,231.96
航空	402.13	646.97	197.69	1,235.07
航天	73.79	152.88	43.09	285.81
信息化	170.13	169.75	161.08	517.99
新材料	57.84	75.40	63.28	193.09
国企	555.61	921.22	324.02	1,814.37
民企	148.27	123.79	141.13	417.59

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1) 航空板块: 2022H1 板块存货较期初增加 10.29%, 主要增长来自原材料。其中在产品较期初增加 1.17%, 占存货比达 52.38%; 原材料增加 28.85%, 占存货比达到 32.56%。主机厂存货规模较大, 洪都航空存货(41.57 亿, +38.42%)、航发动力存货(260.55 亿, +27.00%), 两者在产品占存货的比重都超过 50%, 预计随着新型号的不断交付, 存货逐步转化为收入, 有望带动未来营收端的增长。作为重要配套厂商, 通达股份存货(5.77 亿, +49.39%)、广联航空存货(2.24 亿, +32.53%), 平均增速较高, 以上反映航空板块 2022 年景气度依旧, 各公司订单良好, 均积极备货。

2) 航天板块: 2022H1 板块存货较期初增加 9.04%, 其中原材料科目较期初增加 20.37%, 增长幅度远高于整体存货, 预示公司正处于积极采购备产状态。航天板块内公司多为航天领域制造和零部件公司或因订单充足, 存货大幅增加。其中零部件和子系统供应商盟升电子存货(2.32 亿, +38.08%)、新雷能存货(8.84 亿, +19.57%), 较期初增速较高, 主要原因是订单充足, 零部件公司为保障产品订单及时交付总体增加了备货量, 或预示后续公司订单及交付可兑现到营收增加。

3) 信息化: 2022H1 板块存货较期初增长 13.17%, 原材料及在产品分别增长 19.84%及 8.52%。其中, 航天宏图存货(6.52 亿, +124.87%)、霍莱沃存货(0.61 亿, +71.00%)、国博电子存货(12.39 亿, +44.37%), 预示板块内公司后续订单饱满, 板块景气度良好。我们认为, 随着十四五期间下游武器装备批产上量及信息化建设的不断推进, 信息化相关标的订单有望实现较快增长, 因此由订单好转带动原材料及在产品的增长有所加快。

4) 新材料: 2022H1 板块存货较期初增长 9.95%, 其中铂力特存货(5.83 亿, +49.32%)、光威复材存货(5.61 亿, +36.27%)、钢研高纳存货(11.31 亿, +31.87%), 增长较快。或反映在手订单情况向好, 全年业绩增长可期。

3.3. 在建工程: 反映企业扩产情况, 上游信息化和新材料板块增长最快

在建工程主要包括正在军工企业正在建设尚未竣工投入使用的项目, 反映企业扩产的情况。2022 上半年军工行业在建工程 274.96 亿元, 较期初增加 7.38%, 其中新材料和信息化板块增幅较大, 分别较期初增加 29.76%和 7.38%, 或反映出公司在手订单充足, 正在加紧扩产备产, 预计项目投产使用后将进一步促进收入和利润的提升。

表 13：2022 上半年在建工程情况（亿元）

板块	2021	2022H1	增速
军工	256.07	274.96	7.38%
航空	112.75	118.01	4.67%
航天	36.40	32.11	-11.77%
信息化	62.11	66.69	7.38%
新材料	44.81	58.15	29.76%
国企	160.53	170.50	6.21%
民企	95.54	104.46	9.34%

资料来源：wind，安信证券研究中心

1) 航空：2022H1 板块在建工程规模为 118.01 亿元，较期初增长 4.67%。其中，新兴装备、航亚科技、江航装备增速最快，较期初分别增长 211.32%、181.08%、118.41%，或反映板块内相关公司订单情况良好，公司正处于积极扩产状态。

2) 航天：2022H1 板块在建工程规模为 32.11 亿元，较期初减少 11.77%。其中，盟升电子在建工程规模较期初减少 70.08%，主要系报告期内已完工的在建工程转为固定资产及长期待摊费用所致。但板块中航天动力、火箭科技、航天电器等在建工程增幅较大，分别为 993.04%、28.42%、28.14%，或反映相关企业在手订单情况良好，正处于积极扩产状态。

3) 信息化：2022H1 板块在建工程规模为 66.96 亿元，较期初增加 7.38%。其中，久之洋、七一二、国光电气、航天宏图增幅分别为 1917.83%、530.56%、71.31%、63.21%，伴随着国防信息化建设的不断推进叠加国产替代的需求释放，信息化企业需求端得到保证，目前正处于积极扩产状态。

4) 新材料：2022H1 板块在建工程规模为 58.15 亿元，较期初增长 29.76%。其中，中简科技、菲利华、图南股份增速较大，较期初分别增长 264.39%、249.99%、140.83%，随着十四五期间行业景气度的不断上行，预计新材料板块相关公司产能还有进一步提升的可能性。

4. 现金流量表：军工回款集中于下半年，上半年经营性现金流通常为负

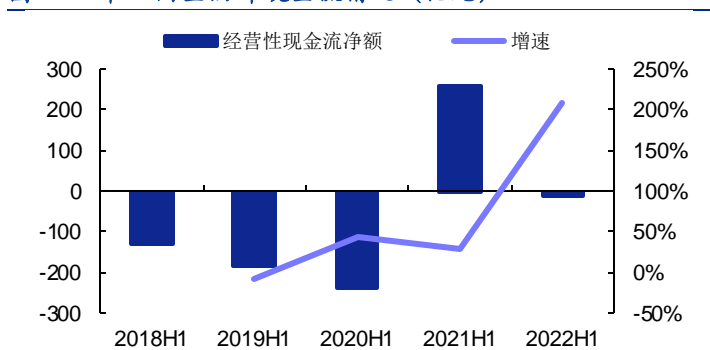
2022 上半年军工行业经营性现金流净额为-42.83 亿元，较去年同期下滑较多，主要系去年同期主机厂等公司均收到大额预付款，现金流首次为正，基数较大所致。军工行业由于采购主要集中于上半年而回款主要集中于下半年，所以上半年经营性现金流一般为负。从各板块看，22H1 航空板块及航天板块同比出现较大下滑，其余板块相对平稳。我们认为随着行业预付款模式的逐步推广，行业整体经营性现金流情况有望持续改善。

表 14：军工行业经营性现金流净额（单位：亿元）

	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
军工	-161.17	-178.40	-232.14	231.18	-42.83
航空	-87.02	-115.56	-176.62	338.85	94.87
航天	-10.11	-13.05	-11.00	-27.19	-58.02
信息化	-55.21	-53.87	-38.89	-67.18	-71.71
新材料	-8.83	4.08	-5.62	-13.31	-7.98
国企	-130.24	-185.39	-239.41	257.68	-10.01
民企	-30.94	6.99	7.27	-26.50	-32.83

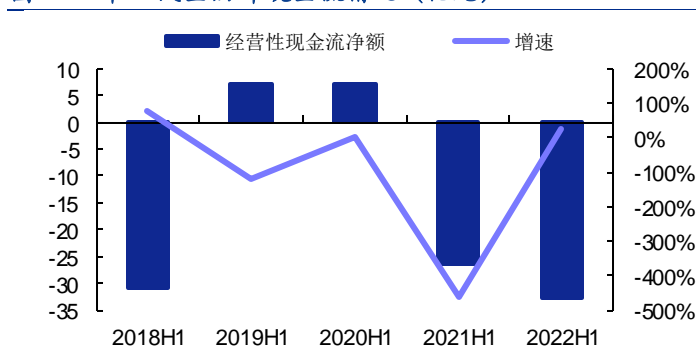
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 34：军工国企历年现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 35：军工民企历年现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

- 1) 航空：2022H1 板块经营性现金流净额 94.87 亿元，较去年同期减少 243.98 亿元。其中，中航沈飞经营性现金流同比减少 363.87 亿元，主要是上期收到客户货款较多所致。
- 2) 航天：2022H1 板块经营性现金流净额-58.02 亿元，相比去年同期减少 30.83 亿元。主要因航天电子（经营性支出较上年同期增加所致）、中国卫星（上年同期子公司航天恒星科技预收新签合同款金额较大，报告期收款不及上年同期）下滑较大所影响。
- 3) 信息化：2022H1 板块经营性现金流净额-71.71 亿元，较去年同期下降 4.53 亿元。其中景嘉微经营性现金流同比减少 3.83 亿元，主要系报告期销售产品回款减少所致。预计随着预付款逐渐向上游企业兑现，相关公司现金流将持续改善。
- 4) 新材料：2022H1 板块经营性现金流净额-7.98 亿元，同比上涨 5.33 亿元。主要因抚顺特钢（系本期现汇回款比例增加所致）、中航高科（系本期子公司航空工业复材收到政府补助款 1.5 亿元，利用票据结算以及款项未到账期导致购买商品支出金额同比减少 1.78 亿元所致）现金流改善影响。预计伴随我国航空航天发展稳步推进，新型号战机逐步批产列装且复合材料用量占比提升，以及航空发动机产业国产替代趋势，需求端有所保证，预计随着预付款逐渐向上游企业兑现，相关公司现金流将持续改善。

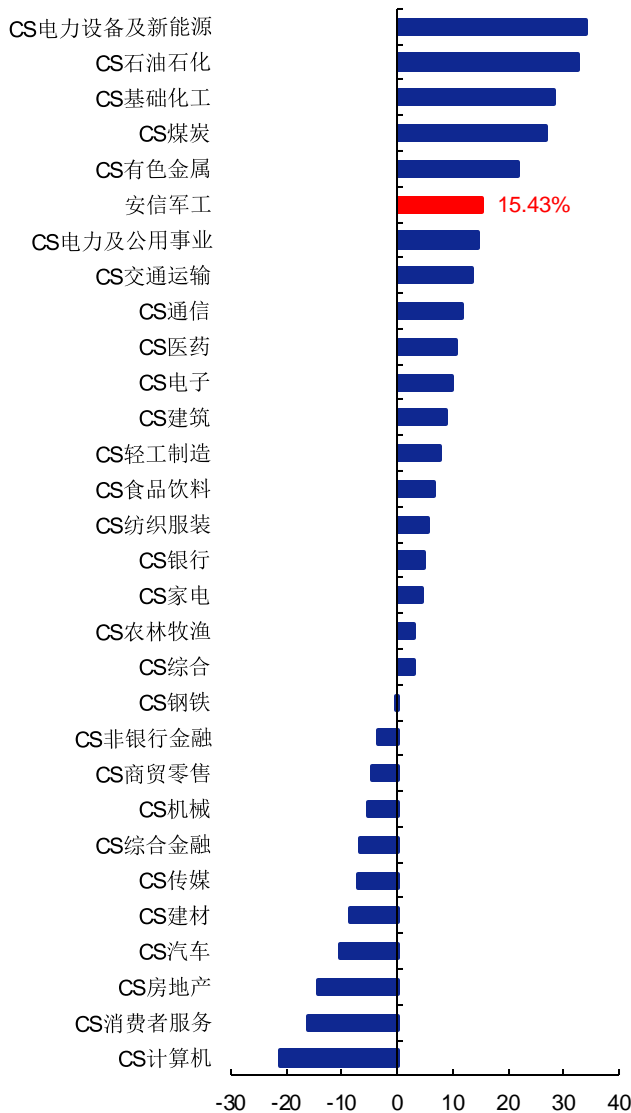
5. 行业观点

前文中我们对军工上市公司的收入利润、资产负债表中重要科目进行了细项分析，可以看出：军工板块整体业绩上仍呈现稳健向上的增长态势，资产质量上则是经营效率提高、注重研发投入、严格控制两金，整体资产质量不断提高，带动行业 ROE 水平的提升。

5.1. 军工行业整体增长较好，行业景气度持续兑现

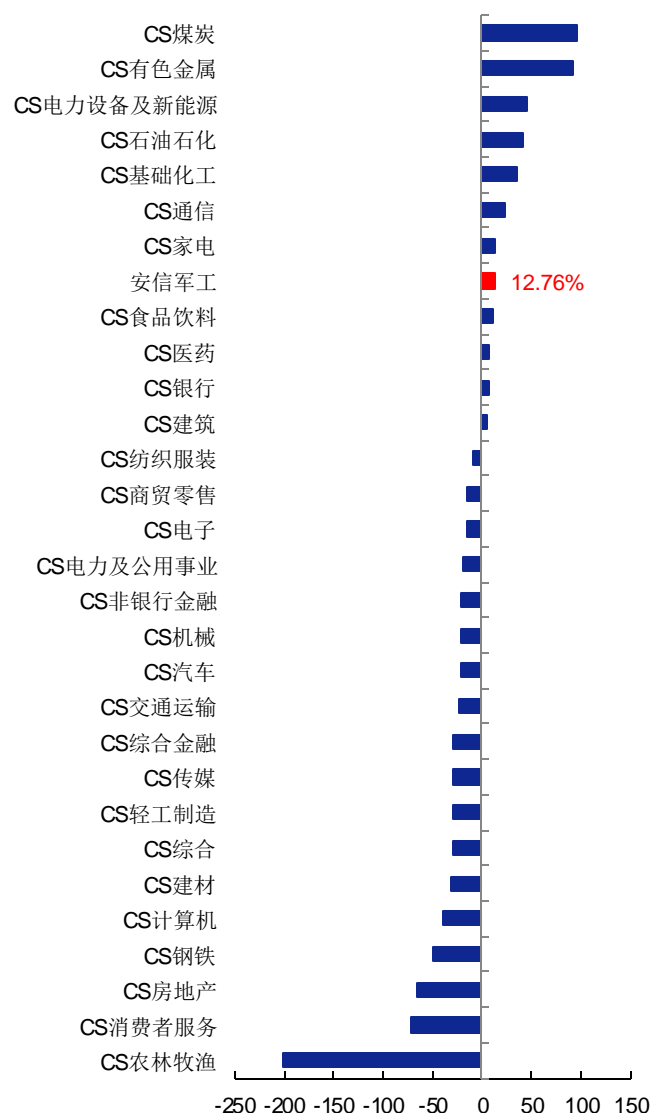
军工行业整体增长较好，行业景气度持续兑现。2022H1 修正后的军工行业收入增速 15.43%，归母净利润增速 12.76%，在 A 股 30 个行业中，收入增速排名第 6，归母净利增速则排在第 8 位，均处于行业领先地位。继 2021 年年报和 2022Q1 季报数据持续反映军工产业链各环节高景气度后，根据 2022H1 半年报，如中航重机/广联航空/三角防务/派克新材/振华科技/振芯科技/中简科技/西部超导等配套厂商均持续保持高速增长，中航西飞等主机厂期末合同负债大幅增长，再次验证行业整体景气度正自上而下进行传导、下游需求旺盛，预计在“十四五”期间伴随下游航空航天重点型号的批产交付，需求端有望保持高速增长，产业链各环节龙头公司亦将持续受益，建议选择报表端可不断反映自身增长的同时还可印证行业景气度，且估值与业绩增长相匹配的优质标的。

图 36：2022H1 军工行业营收增速排名第 6 位 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 37：2022H1 年军工行业归母净利增速排名第 8 位 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.2. 公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，重仓持股主要集中于航空产业链

2022Q2 公募基金重仓持股中军工持股总市值 1189.77 亿元，持仓比例为 4.24%，环比下降 0.20pct；剔除军工行业被动基金后，重仓持股中军工持股市值为 742.95 亿元，持股比例为 3.70%，环比下降 0.11pct，仍维持在较高水平。重仓持仓前十占比 64.48%（Q1 重仓持仓前十占比 70.66%），Q2 持仓前二十占比 86.66%（Q1 持仓前二十占比 87.20%），前十持股集中度略有下降。2022Q2 重仓持仓前十个股为紫光国微、振华科技、中航光电、中航沈飞、抚顺特钢、中航重机、西部超导、航发动力、中航高科、中航机电，航空板块成为重点配置；2022Q2 相比较 2022Q1 中航西飞、菲利华、七一二出列，抚顺特钢、中航高科、中航机电入列。2022Q2 加仓前十分别为抚顺特钢、中航光电、中航高科、中航机电、中航沈飞、三角防务、新雷能、振华科技、华测导航、航发控制。2022Q2 减仓前十分别为紫光国微、火炬电子、北摩高科、中简科技、七一二、航天彩虹、中直股份、航发动力、西部超导、宏达电子。从历史情况看军工持仓比例上升空间仍较大，在行业基本面逐步兑现情况下，预计会有不断的资金关注并配置军工板块。此外，以军工 ETF 及融资融券资金为例的被动资金及杠杆资金配置军工较 2021Q4 出现下滑，经过 2022Q1 波动后开始回升，预计后续不排除有进一步增加的可能。

表 15: 军工 ETF 基金份额情况

证券代码	证券简称	基金规模 [单位]亿元	基金份额	基金份额	基金份额
			[交易日期]2022-03-31 [单位]亿份	[交易日期]2022-06-30 [单位]亿份	[交易日期]2022-09-08 [单位]亿份
512660.OF	国泰中证军工 ETF	118.88	98.40	101.56	98.43
512710.SH	富国军工龙头 ETF	43.42	53.82	56.70	52.30
512680.OF	广发中证军工 ETF	35.99	26.67	26.92	28.98
512670.SH	鹏华中证国防 ETF	25.02	20.81	26.78	25.11
512560.SH	军工 ETF 易方达	6.63	8.73	9.53	9.24
512810.OF	华宝中证军工 ETF	4.30	3.17	3.62	3.19

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 16: 融资买入额及融资余额情况 (亿元)

板块	融资买入额			融资余额			融资余额占流通市值比		
	2022/03/31	2022/06/30	2022/09/08	2022/03/31	2022/06/30	2022/09/08	2022/03/31	2022/06/30	2022/09/08
军工板块	12.65	21.41	15.81	407.97	394.32	404.50	2.52%	2.23%	2.16%
CS 国防军工	12.38	26.01	20.48	435.73	395.52	455.28	2.84%	2.39%	2.37%
SW 国防军工	14.03	28.79	448.70	496.50	451.69	13,780.98	2.92%	2.49%	2.02%
全部 A 股	652.18	964.27	15.81	14403.96	13,747.81	404.50	2.15%	1.97%	2.16%

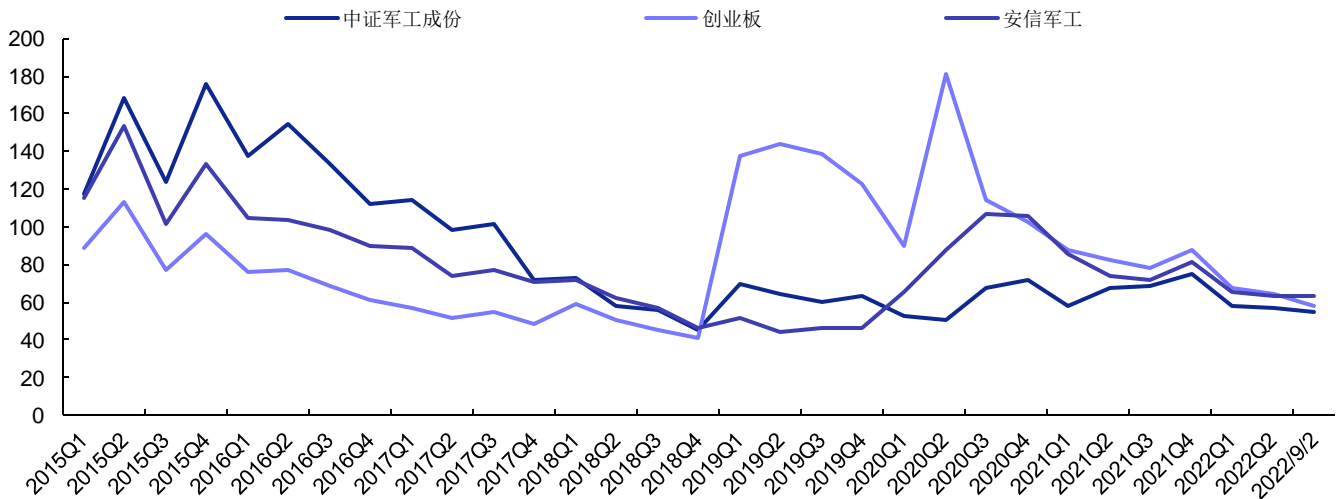
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.3. 估值与业绩匹配，预计市场对优秀公司估值认可度或将持续提升

多数标的估值已回归至合理范围，且估值与业绩增速仍相匹配。以 2022 年 09 月 08 日股价为基准，军工板块（安信军工股票池）目前动态 PE 在 66 倍，对应 22 年估值约为 42 倍，其中主机厂权重较大估值相对较高，基本在 50 倍以上，剔除主机厂后板块估值约为 39 倍，部分高景气公司市盈率甚至在 25 倍左右，我们预计行业 2022-2023 年业绩都将有望在行业高景气度下实现 30% 左右的增长，当前多数业绩增速较快的标的估值已回归至合理，实现了估值与业绩增长相匹配。其中，主机厂标的受益“十四五”航空航天装备景气度上行，长期空间有望打开，享有高端装备制造估值；国企零部件业绩复合增速预计将维持在 20% 以上，且仍然存在盈利能力提升和治理改善的预期，业绩和估值有望双升；新材料标的中以高温合金、钛合金、碳纤维复材标的为主，受益武器装备放量+单机用量提升以及国产化率提升三

重驱动，典型公司未来 3 年或维持 30%左右，当前估值仍处于合理偏低位置，未来成长性突出；信息化标的具备一定 TMT 属性，整体估值水平较高，但细分方向较多，且各有分化，如元器件及红外芯片等方向业绩增长确定性强，且部分公司预计 2022 年有望保持高增速并享有估值溢价；民参军多采用分部估值，或具备一定弹性空间。

图 38：军工板块市盈率(TTM)波动分析



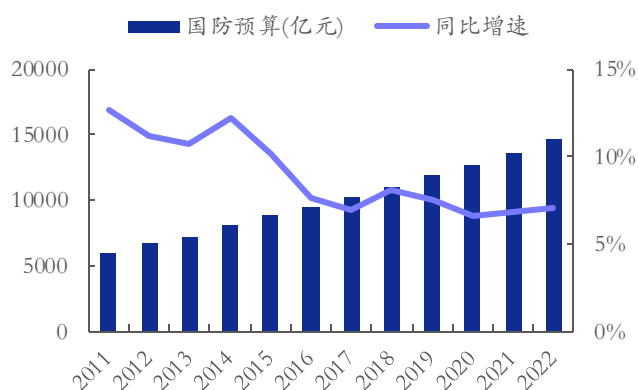
资料来源：Wind，安信证券研究中心

6. “十四五”期间需求端有望保持稳健增长，预计高景气赛道增速将达30%左右

“十四五”纲要正式提出，加快国防和军队现代化。3月12日《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》发布，提出贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，坚持党对人民军队的绝对领导，坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保2027年实现建军百年奋斗目标。根据“十四五”规划纲要，我国将着力提升制造业核心竞争力，从8个方向重点突破。一是高端新材料，具体包括高端稀土功能材料、高品质特殊钢材、高性能合金、高温合金、高纯稀有金属材料、高性能陶瓷、电子玻璃等先进金属和无机非金属材料；碳纤维、芳纶等高性能纤维及其复合材料、生物基和生物医用材料和茂金属聚乙烯等高性能树脂和集成电路用光刻胶等电子高纯材料等；二是重大技术装备，具体包括动车组、地铁列车、高端机床装备、先进工程机械、核电机组关键部件、邮轮、大型LNG船舶和深海油气生产平台等，推动C919大型客机示范运营和ARJ21支线客机系列化发展，大飞机产业链包括三个场景：飞机研制、运行保障和维修衍生；随着型号的放量交付，材料和相关供应商将直接受益，后续随着系统供应商国产化和军民融合服务的发展，大飞机产业链市场空间广阔；三是智能制造与机器人技术；四是航空发动机及燃气轮机技术，《纲要》提出加快先进航空发动机关键材料等技术研发验证，推进民用大涵道比涡扇发动机CJ1000产品研制，突破宽体客机发动机关键技术，实现先进民用涡轴发动机产业化，民用大涵道比涡扇发动机是大飞机的核心系统，也是大飞机产业链的重要组成部分；五是北斗产业化应用；六是新能源汽车和智能（网联）汽车；七是高端医疗装备和创新药；八是农业机械装备。在加快机械化信息化智能化和全面加强练兵备战的背景下，航天、航空产业链上下游有望保持高景气度，行业增速预计可达30%左右。

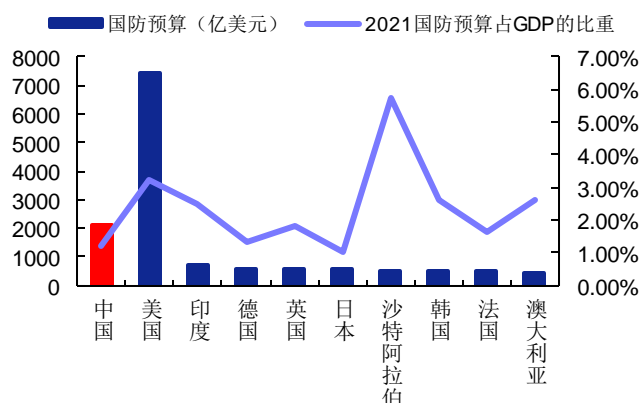
国防预算稳定增长，与 GDP 增速匹配。据国防部公开信息，2022 年中国国防支出预计达 14760.81 亿元人民币（约合 2234 亿美元），较 2021 年增长 7.1%。对比 2019 年的 11899 亿元、2020 年的 12680.05 亿元及 2021 年的 13553.43 亿元，今年国防支出预算再次增加。根据我们的复盘，自 2009-2018 年，我国 GDP 复合增速为 11.38%，高于军费 9.58% 的复合增速。近年来面对新形势环境，国防支出增速已经超过 GDP 增长。根据 2021 年报和 2022 年一季报数据，行业已呈现高速增长态势，再次验证行业整体景气度正自上而下进行传导，预计在“十四五”期间伴随下游航空航天重点型号的批产上量，需求端有望保持稳健增长，产业链各环节龙头公司亦将持续受益。

图 39：2011-2022 中国国防预算情况



资料来源：《新时代的中国国防》、安信证券研究中心

图 40：2021 年各国国防预算及占 GDP 比重图



资料来源：英国国际战略研究所、安信证券研究中心

我们认为，军工行业由外部环境与内部改革双重驱动，十四五有望维持较高增速。当前外部环境和内部改革驱动行业前行，十四五可能突破过去前低后高的五年规律，呈现加速增长格局，预计 22-23 年增速仍有望维持在 30% 左右的高水平，十四五有望维持高增速，其主要逻辑如下：

- 1) 周边局势紧张成为新常态，强军百年奋斗目标下武器装备建设十四五迎来大发展。**美在南海动作不断，台独势力频频挑衅，十四五中国将加快国防和军队现代化，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权安全发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。
- 2) 持续稳定的军费是行业增长关键因素，尤其关注武器装备提升背景下海、空、火箭军等重点投入方向。**2022 年国防预算增速为 7.1%，合理且稳定上涨，此外市场上存在较多其他类资金，多投入于供给侧的制造阶段，持续的资金投入是军工行业增长的首要关键因素。此外更应当关注武器装备的重点投入方向，我国军费开支倾向用于更新武器装备，同时提出重点投入方向包括海、空、火箭军等。
- 3) 主战装备列装趋势加快，带动产业链景气度不断上行。**我国目前武器装备结构为“五代为牵引、四代为骨干、三代为主体”，当前以“20”系列为代表的航空装备都处于快速批产上量阶段，主机厂需求饱满，且考虑航空装备产业链完整，预计下游主机厂的交付上量将带动产业链不断向上发展。
- 4) 军工体制改革提升企业经营效率。**随着改革推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，可能带来行业盈利水平的提升。
- 5) 军改影响基本消除，留存资金较多未来增长加速。**2021 作为十四五开局之年，军改影响已基本消除，且考虑留存资金较多，反而在十三五收官时有补偿性采购。我们预计未来业绩

同比增长相对加快。

表 17: 近 2 年部分股权激励公司

公司名称	时间	方案
西菱动力	2020/09/15	方式: 限制性股票激励; 数量: 以 8.55 元/股授予 320 万股, 占总股本的 2%; 对象: 181 人, 包括董事、高级管理人员、中层管理人员; 条件: 2020 营业收入不低于 2019 年营业收入, 2021、2022 营业收入较 2019 年营业收入增长率不低于 40%、60%。
新雷能	2020/10/23	方式: 限制性股票激励; 数量: 以 11.34 元/股授予 399 万股, 占总股本的 2.41%; 首次授予 2.23%+预留 0.18%; 对象: 261 人, 第一类激励对象包括公司的董事、高管及管理人员、业务和技术骨干等人员; 第二类激励对象包括新引进管理、业务和技术骨干员工; 第一类激励对象解除限售条件: 以 2019 年营业收入为基数, 2020、2021、2022 年营业收入增长率不低于 3%、35%、70%; 第二类激励对象解除限售条件: 以 2019 年营业收入为基数, 2021、2022 年营业收入增长率不低于 35%、70%。
火炬电子	2021/03/30	方式: 限制性股票激励; 数量: 以 30 元/股授予 83.90 万股, 占总股本的 0.128%; 对象: 152 人, 包括公司公告本激励计划时在公司任职的董事、高级管理人员、核心骨干人员及 20 年以上工龄资深员工; 条件: 以 2020 年营业收入为基数, 2021、2022 年营业收入增长率不低于 30%、69% 或以 2020 年净利润为基数, 2021、2022 年净利润增长率不低于 30%、69%。
鸿远电子	2021/04/27	方式: 限制性股票激励; 数量: 以 61.71 元/股授予 100.00 万股, 占总股本的 0.43%。 对象: 103 人, 包括公司董事、副总经理以及核心管理人员/核心技术骨干。 条件: 以 2020 年营业收入为基数, 2021、2022、2023 年营业收入增长率不低于 30%、69%、120%; 或以 2020 年净利润为基数, 2021、2022、2023 年净利润增长率不低于 35%、76%、128%。
智明达	2021/06/22	方式: 限制性股票激励; 数量: 以 34.5 元/股授予 106.06 万股(占总股本的 2.12%), 首次授予 2.10%+预留的 0.02%; 对象: 共 97 人(占总员工人数 22.25%); 条件: 以 2020 年营业收入为基数, 21-23 年营业收入增长率分别不低于 40%、70%、100%。
菲利华	2021/08/06	方式: 限制性股票激励; 数量: 以 26.54 元/股授予 850 万股(占总股本的 2.52%), 首次授予 2.29%+预留的 0.22%; 对象: 共 397 人(占总员工人数 28.52%); 激励对象包括公司及控股子公司董事、高管、中层管理人员、核心团队人员; 条件: 以 2020 年营业收入为基数, 21-24 年营业收入增长率分别不低于 23%、53%、89%、134%。
振芯科技	2021/10/13	方式: 限制性股票激励 数量: 以 19.76 元/股授予 1120 万股(占总股本的 2%); 对象: 46 人, 包括公告本激励计划时在公司任职的部分董事、高级管理人员、核心骨干; 条件: 以 2020 年净利润为基数, 21-23 年净利润增长率不低于 70%、115%、160%。
三角防务	2022/02/22	方式: 限制性股票激励 数量: 以 22.01 元/股授予 500 万股(占总股本的 1.01%), 首次授予 0.81%+预留的 0.20%; 对象: 45 人(占总员工人数 28.52%); 激励对象包括公司(含子公司, 下同)任职的董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员、技术骨干以及业务骨干; 条件: 以 2020 年的净利润值为基数, 23、24 年净利润增长率分别不低于 281.59%、396.07%。
航宇科技	2022/03/23	方式: 限制性股票激励 数量: 200.00 万股(占总股本 1.43%), 其中首次授予 1.14%+预留 0.29%; 对象: 不超过 150 人(占总员工人数 34.25%), 激励对象包括董事、高级管理人员、核心技术人员等; 条件: 23、24、25 年扣非净利润目标值 Am 分别为 1.61 亿元、2.01 亿元、2.48 亿元, 触发值 An 分别为 1.43 亿元、1.75 亿元、2.12 亿元。当 $A \geq A_m$ 时, 公司层面归属比例 $X=100%$; 当 $A_n \leq A$ 时, 公司层面归属比例 $X=80%$; 当 $A < A_n$ 时, 公司层面归属比例 $X=0$ 。
盟升电子	2022/04/07	方式: 限制性股票激励

		数量：授予 124.90 万股(占总股本的 1.09%)，其中首次授予 0.88%+预留 0.21%； 对象：68 人(占总员工人数 16.63%)，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员及核心骨干； 条件：以 2021 年的净利润为基数，2022、2023、2024 年的净利润增长率分别不低于 40%、90%、150%。
光威复材	2022/04/26	方式：限制性股票激励 数量：475.90 万股(占总股本的 2.99%)，首次授予 2.57%+预留的 0.42%； 对象：348 人；公司董事、党组织负责人、高级管理人员、控股子公司高管、中层管理人员以及核心骨干员工； 条件：第一、二、三个解除限售期解锁条件分别为：1) 以 2020 年净利润为基数，可解除限售日前一年度净利润复合增长率不低于均不低于 20%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值；2) 23、24、25 年净资产收益率不低于 6.36%、7.08%、7.81%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值；3)23、24、25 年度经济增加值改善值(ΔEVA) >0。
图南股份	2022/06/21	方式：限制性股票激励 数量：拟授予 35 万股(占总股本的 0.12%)； 对象：共 19 人，包括在公司(含子公司)任职的董事会认为需要激励的技术(业务)骨干； 条件：以 2021 年营业收入为基数，22、23 年营业收入增长率分别不低于 20%、44%；以 2021 年净利润为基数，22、23 年净利润增长率分别不低于 21%、53%。
航宇科技	2022/7/28	方式：限制性股票激励 数量：拟授予 335.67 万股(占总股本的 2.40%)，首次授予 2.18%+预留的 0.21%； 对象：不超过 150 人，包括董事、高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的其他人员)； 条件：22-24 年扣非净利润目标值(Am)分别为 1.61、2.20、2.70 亿元，触发值(An)分别为 1.43、1.91、2.31 亿元，当 $A \geq Am$ ，公司层面归属比例 100%；当 $An \leq A < Am$ ，公司层面归属比例 80%；当 $A < An$ ，公司层面归属比例 0%。预留部分对应考核年度为 23-24 年，对应 Am 和 An 不变。

资料来源：各公司公告、安信证券研究中心

军用技术民用化是军民融合重要内涵，将打开军工企业成长空间。此前市场认为，军工行业由于下游客户集中在军方且受限于国防预算限制，市场容量相对有限。但我们认为，国防科技工业为很多先进技术的发源地，被主要军事强国视为大国博弈的战略需求和提升国家科技创新能力的重要途径，在国际局势日趋复杂的情况下，军用基数的国产化和核心能力的自主可控逐渐成为行业核心发展方向，已形成市场共识，其民用化市场的拓展将为军工行业不断注入新的活力，进一步打开军工公司的成长空间。

表 18：军民共用技术的典型代表

分类	技术方向	军用	民用	典型公司
信息化	北斗导航	单兵、车载、机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	振芯科技、海格通信、华测导航、华力创通、中海达、合众思壮、北斗星通
	惯性导航	机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	星网宇达、耐威科技、晨曦航空
	非制冷红外	热像仪、光电吊舱	消费产品、安防、智能驾驶等	睿创微纳、高德红外、大立科技
	三代半导体	相控阵雷达	5G 基站、电力电子等	海特高新、振华科技、13 所、55 所、亚光科技
新材料	碳纤维及复合材料	飞机、导弹等	风电叶片、压力容器等	光威复材、中简科技、中航高科
高端装备	无人机	侦查、打击等	物流领域等	航天彩虹

资料来源：安信证券研究中心

7. 投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向

投资主线：航空航天承载了装备放量，信息化和新材料则是军工科技成长重心。

1) 航空装备：无论是周边局势或是海空军建设都对军机提出了新的要求，当前我国军机从数量和结构都存在较大的提升空间，预计随着国防预算向武器装备尤其空军、海军倾斜，有望推动军机换装列装加速。前期多公司披露大额合同负债或将进一步改善产业链现金流，促进产品生产交付。我们认为航空装备在十四五期间将呈现高景气，带动产业链业绩提升，此外军品定价机制改革及股权激励方案的增加也将推动行业利润水平提升。**建议关注：【中航沈飞】、【中航西飞】、【航发动力】、【中航机电】、【江航装备】、【中航光电】、【中航重机】、【派克新材】、【航宇科技】、【迈信林】。**

2) 航天装备：导弹武器装备方面，导弹行业主要驱动因素主要来自：一是迭代期、二是战略储备需求增加、三是实战化训练带动。导弹领域十四五期间可能是最具有弹性的细分领域，将带来相关上市公司较快的业绩增厚，关注导弹板块的整体性机会，重点关注业绩弹性大、导弹业务占比高的标的。**建议关注：【航天电器】、【新雷能】、【广东宏大】。**

卫星互联网方面，北斗导航领域：北斗卫星导航产业链在 2021 年同比增速开始增长，预计 2022、2023 年仍将保持较高增速，在北斗导航产业链中北斗导航芯片、北斗导航终端需求增速较高；**卫星互联网领域：**中国卫星网络集团有望成为国内卫星互联网的主力军，目前虽然国内卫星互联网还在发展初期，但卫星互联网仍将成为 6G 移动通信的重要发展方向。**建议关注：【振芯科技】、【盟升电子】。**

4) 信息化板块：因国产化进程、军队现代化建设、新型号更新速度加快等因素，自 2018 年以来持续超越行业增长，关注军工半导体、上游电子元器件、雷达及电子对抗、通信导航遥感等方向，部分公司业绩已率先进入高速成长阶段，预计 2022 年仍将保持。**建议关注：【振华科技】、【紫光国微】、【鸿远电子】、【智明达】。**

5) 新材料板块：建议重点关注高温合金、钛合金及碳纤维复合材料方向。军用新材料技术已基本实现自主可控并代表国内领先水平，且型号认证的双/多流水体制等使得供应商有限，供给端竞争格局较好，需求端由于主战机型及配套发动机放量且新材料应用占比不断提升以及主机厂外协比例提升、国产替代等因素，预计行业未来增长确定性较高，且需求上量后规模效应将不断显现，带动单位成本不断下降，因此行业毛利率或仍有提升空间并逐步兑现至利润，并具有向民用市场急需开拓的可能性，长期成长性较好。**建议关注：【宝钛股份】、【钢研高纳】、【西部超导】、【中兵红箭】、【光威复材】。**

表 19：投资主线：关注航空、航天、信息化和新材料等

主要方向	观点	关注标的
航空装备	近一年股价平稳，2021 年业绩平稳增长确定性仍较高，但估值有望重塑	中航沈飞、中航西飞、航发动力、中航机电、江航装备、中航光电、中航重机、派克新材、航宇科技、迈信林
航天装备	导弹：实战化训练及备战带来战略储备，业绩弹性大 卫星：北斗终端设备订单有望快速释放；卫星互联网有望迎来新进展	航天电器、新雷能、广东宏大 振芯科技、盟升电子
信息化	具有 TMT 属性，业绩、估值弹性大	振华科技、紫光国微、鸿远电子、智明达
新材料	技术密集型和资本密集型，壁垒较高；新机型等放量及占比提升使得规模效应突出，成长性好	宝钛股份、钢研高纳、西部超导、中兵红箭、光威复材

资料来源：安信证券研究中心

8. 重点公司半年报点评

8.1. 中航沈飞：2022 年上半年业绩稳健增长，产业链实现纵向延伸

■事件：公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司实现营业收入 198.12 亿元，同比增长 23.39%，归母净利润 11.19 亿元，同比增长 20.74%，扣非后归母净利润 10.97 亿元，同比增长 22.97%。

■点评：

2022H1 公司业绩稳健增长。2022H1 公司实现营业收入 198.12 亿元，同比增长 23.39%，归母净利润 11.19 亿元，同比增长 20.74%，扣非后归母净利润 10.97 亿元，同比增长 22.97%。其中，二季度单季实现营收 120.09 亿元，同比增加 16.96%，实现归母净利润 6.07 亿元，同比增加 4.46%。

公司加大研发力度，关键技术加速推进，在手订单逐步交付。2022H1 公司财务管理加速转型，价值创造能力持续增强，三费费用率合计 0.58%，小幅下降 0.60pcts。公司毛利率 9.73%，同比下降 0.08pcts，而净利率 5.65%，同比下降 0.31pcts，主要由于公司研发费用的增加以及公司信用减值损失 1.87 亿元。2022H1，公司技术体系不断完善迭代，关键技术研究加速推进，研发费用 4.07 亿元，同比增长 55.83%。另外，公司应收账款 48.21 亿元，同比增长 40.81%，已交付产品持续通过验证，但尚未到回款周期。公司存货 66.40 亿元，同比增长 27.03%。其中原材料 33.82，较期初增加 55.88%，占比 50.93%。在产品 32.51 较期初下降 54.37%，占比 48.96%，相关采购仍在持续进行中。公司合同负债 206.07 亿元，同比下降 45.39%，在手订单已开始进行交付。2022H1 经营活动产生的现金流量净额为-74.92 亿元，由正转负。**我们认为，未来公司订单有望保持增长态势，产业链景气度将持续提升。**

拟收购吉航股权，纵向延伸产业链。2022 年 4 月 29 日，公司发布公告，拟以 1.57 亿元现金收购沈飞企管持有的吉林航空维修有限责任公司 60.00% 股权；并以现金方式向吉航公司增资 2.00 亿元。本次交易完成后，公司将持有吉航公司 77.35% 股权并成为其控股股东。此次收购有利于公司健全航空防务装备产业链，完成产业链纵向延伸，加快推动实施航空维修保障能力建设项目，构建面向装备全寿命周期的维修体系。

拟战略投资中航电子，加强与机载系统业务的战略协同。根据 6 月 11 日公告，公司拟以 1.8 亿元现金认购中航电子募集配套资金非公开发行的股票。中航电子作为整合后的机载系统上市平台将成为公司重要的配套供应商。中航沈飞认购中航电子非公开发行股票属于战略投资，通过建立资本纽带关系，有利于公司加强与航空工业集团机载系统业务的战略协同，将进一步加强航空产业链上下游的通力合作，保障供应链体系稳定，实现互利共赢。

先进战机仍是未来装备重点采购对象，公司业绩有望持续提升。美国国防部的数据显示，2021 年美军采购先进战机的经费约占当年装备采购总经费的 21%，在各类主战装备中占比最高，是装备采购的重点对象。中航沈飞是我国先进战机核心供货商之一，得益于先进战机在装备采购中的重要地位，以及公司研发投入的不断提升，我们认为，公司未来将有更多产品进入批产列装阶段，结合公司管理水平的不断提升，公司业绩有望持续增长。

■投资建议：①公司是目前国内歼击机唯一上市平台，公司未来将充分受益于军机需求放量。②股权激励有效提振公司生产交付效率，未来激励范围有望进一步扩大。③军品定价机制改革，有望打开公司中长期盈利空间。

我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 22.3、29.3、36.9 亿元，对应估值分别为 54.2X、41.3X、32.7X。维持“买入-A”评级。

■风险提示：下游需求不及预期，国防预算增长不及预期。

8.2. 中航西飞：2022年上半年合同负债大幅增长，高质量完成“双过半”均衡交付目标任务

■事件：公司发布2022年半年报，2022H1公司实现营业收入191.20亿元，同比增长27.04%，归母净利润4.83亿元，同比增长43.79%，扣非后归母净利润4.47亿元，同比增长59.73%。

■点评：

公司高质量完成“双过半”均衡交付目标任务，二季度单季创新高。2022H1公司实现营业收入191.20亿元，同比增长27.04%，归母净利润4.83亿元，同比增长43.79%，扣非后归母净利润4.47亿元，同比增长59.73%。2022Q2单季实现营业收入116.11亿元，同比增长38.69%，归母净利润3.28亿元，同比增长63.72%。2022H1公司高质量完成“双过半”均衡交付目标任务。

盈利能力提升，研发费用大幅增加。2022H1公司毛利率7.35%，同比增长0.90pcts，净利率2.53%，同比增长0.29pcts，盈利能力提升。期间费用率3.46%，同比增长0.28pcts，较为稳定，公司研发费用（1.31亿元）同比大幅增长136.30%，主要由于自筹项目研发投入较上年同期增加。公司在设计、制造和服务方面不断提升基础技术和关键核心技术攻关能力，推动自主创新能力提升。

合同负债大幅增长，现金流大幅好转，下游需求景气，公司积极备产。公司合同负债264.43亿元，同比大幅增长496.99%，或因主力型号大额合同落地，未来生产交付节奏将加快。同时，公司存货271.19亿元，同比增长14.55%，其中原材料53.07亿元，较期初增加62.41%，占比19.57%；在产品198.57亿元，较期初增加0.21%，占比73.22%；库存商品0.88亿元，较期初下降38.83%，占比0.33%。公司应收账款153.26亿元，同比增长33.26%，预付款40.65亿元，同比增加7.90%。应收、预付款、存货均有不同幅度增长，或表明下游需求景气，公司积极备产。公司货币资金323.55亿元，相比期初增长389.41%，主要由于报告期销售商品收到现金增加所致。公司经营活动产生的现金流量净额324.69亿元，由负转正，回款大幅好转。

■投资建议：公司是国内大中型航空装备产业化平台，也是C919、AG600、ARJ-21等民用飞机的主要零部件供应商，将直接受益于民机国产化快速推进。同时，“十四五”期间航空装备升级换代需求提升，随着公司重点型号产品订单落地，与规模效应的显现，我们认为有望带动公司整体盈利能力提升。我们预计2022-2024年公司的净利润分别为10.4、13.9、40.6亿元，对应估值分别为74.3X、55.2X、19.0X。维持“买入-A”评级。

■风险提示：下游需求不及预期，国防预算增长不及预期。

8.3. 航发动力：黎明公司营收增幅显著，业绩继续保持快速增长

■事件：2022年8月26日，公司发布2022年半年报，实现收入（148.06亿元，+46.83%），归母净利润（6.51亿元，+41.21%）。

■航空发动机业务增长显著，进一步聚焦主业。报告期内，航空发动机及衍生产品业务实现收入136.95亿元，同比增长50.05%；外贸出口转包业务实现收入72.39亿元，同比增长20.92%；非航空产品及其他业务实现收入1.37亿元，同比减少35.12%。我们认为，公司坚持聚焦航空发动机及燃气轮机主业，面向军用、民用两大市场，随着国产军用发动机需求不断提升，

以及民用发动机国内、国外双循环产业格局的逐步深化，公司业绩有进一步提升空间。

■ **持续提升运营管理能力，期间费用率进一步下降。**近年来，公司持续深入推进 AEOS（中国航发运营管理系统）建设，初步构建了产品研发、生产制造、供应链管理、服务保障等运营类业务架构，为公司管理效率提升奠定了基础。报告期内，公司期间费用率为 7.79%，同比减少 4.83pct，其中管理费用、销售费用、财务费用、研发费用占比分别为 4.57%、1.71%、-0.31%、1.82%，同比变化分别为-3.31pct、+0.21pct、-0.59pct、-1.13pct，管理费用降幅最为明显。我们认为，随着公司营收规模增长以及公司管理水平的不断提高，公司期间费用率仍有下降空间。

■ **子公司层面，黎明公司增长最为显著，型号产品持续加速放量。**2022H1，主营产品为大推力涡扇发动机的黎明公司，实现营业收入 95.58 亿元，同比增长 95.11%，利润总额 2.38 亿元，同比增长 6.72%；主营产品为涡轴发动机的南方公司，实现营业收入 29.86 亿元，同比增长 3.61%，利润总额 1.59 亿元，同比增长 50%；主营产品为中推航空发动机的黎阳动力，实现营业收入 13.06 亿元，同比增长 6.67%，利润总额 1.95 亿元，同比增长 255.84%。

■ **国内航空发动机产业链龙头企业，持续受益于航空领域高景气度。**公司是我国航空发动机产业的中流砥柱，是国内唯一掌握全谱系航空发动机从零部件到整机加工制造技术的企业，具备引领、拉动行业的综合能力。“十四五”期间，我国国防和军队现代化建设将继续深入，当前我国军机处于新型号批量换装的加速时期，公司军用航空发动机将从中受益并保持稳定增长。未来我国民机市场广阔，ARJ21、蛟龙 600 等民用机型已经实现量产，C919 中型客机未来有望迎来交付量产，C929 大型客机正在加紧研制，未来国产民用航空产业空间十分广阔。我们认为，公司作为国内航空发动机产业链龙头企业，将充分受益于国内民用航空产业的蓬勃发展。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 15.0、19.2、24.9 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 86、67 和 52 倍，继续给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**公司军用航空发动机交付不及预期的风险；国内新型民航飞机进展不及预期的风险。

8.4. 观典防务：公司是国内领先的无人机禁毒服务供应商，2022H1 业绩持续增长

■ **事件：**公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 21.71%，归母净利润 0.62 亿元，同比增长 30.73%，扣非后归母净利润 0.59 亿元，同比增长 26.08%。

■ **点评：**

公司是国内领先的无人机禁毒服务供应商。公司作为国家级专精特新“小巨人”企业、高新技术企业，是国内最早从事无人机禁毒产品的研发与服务商。2022H1 公司实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 21.71%，归母净利润 0.62 亿元，同比增长 30.73%。公司布局飞行服务与数据处理与无人机系统及智能防务装备两大板块。

飞行服务与数据处理：公司禁毒服务业务覆盖 27 个省份，涉及百余个政府禁毒单位客户，形成先发优势。目前公司积累了约 400 万平方公里的影像数据，且增量每年不低于 30 万平方公里。同时，公司将禁毒服务作业体系复用于资源调查、环境监测等业务领域，有效降低了作业成本，公司毛利率也出现上升（60.43%，+3.57pcts）。我们认为公司未来随着客户数量和数据覆盖面积的不断增长，收入有望持续增长。

无人机系统及智能防务装备：公司通过核心技术、飞行数据、标准生产线满足了客户多样化的需求，形成了较为稳定的市场。公司拥有完整的军工资质，与军工单位在无人机整机集成、分系统配套、新技术研发等方面开展深度合作，部分军工项目已实现了军品业务成果转化。另外，公司加快以智能制暴器为代表的执法装备的成果转化，填补在维稳、处突等领域的应用空白。我们认为军工业务具有毛利率高的特点，公司实现多项目的成果转化后有望逐渐增厚公司业绩，成为新的利润增长点。

公司订单充足，积极备货，研发投入增加，收获多个领域专利或著作权。2022H1，公司合同负债 0.21 亿元，同比增长 2604.11%，表明下游订单充足。公司存货 0.49 亿元，较期初增长 56.33%，其中原材料 0.17 亿元，较期初增长 55.86%，占比 35.12%；在产品 0.26 亿元，较期初增长 74.17%，占比 52.98%。公司原材料及在产品增长，表明公司面对订单的增长积极备货。另外，公司三费费用率 7.76%，小幅增长 0.57pcts。研发投入 0.09 亿元，同比增长 11.99%，其中资本化比重为 16.77%，较上年同期增长 6.46 个百分点，主要由于研发总投入稳定，资本化研发项目进入中后期试制阶段，本期较上年同期材料投入增加所致。报告期间，公司共获得发明专利 4 项、实用新型专利 14 项、软件著作权 19 项，涉及大数据、人工智能、高端制造、防务装备等多个领域。2022H1，公司经营活动产生的现金流量净额 0.26 亿元，同比下降 21.87%。

2022Q2 业绩同比增长 34.04%。在以往四个季度中，公司二季度收入占比最高，因此二季度收入情况对全年影响较大。公司二季度单季实现营收 1.18 亿元，同比增长 24.79%，实现归母净利润 0.56 亿元，同比增长 34.04%。

■**投资建议：**①公司是国内领先的无人机禁毒服务供应商，拥有自主知识产权的数据库并打造适用于各级禁毒部门的上下联动智能数据平台，形成了显著的先发优势。

②公司拥有完整的军工资质，具备了全面承揽军工业务的能力。公司依托先进的无人机生产能力，与军工单位在无人机整机集成、分系统配套、新技术研发等方面开展深度合作，部分军工项目已实现了军品业务成果转化。

我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 0.9、1.2、1.5 亿元，对应估值分别为 30.8X、24.2X、19.2X。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**军品业务发展不及预期，下游应用拓展不及预期。

8.5. 中航重机：22H1 归母净利润同比提升 107%，盈利能力持续增强

■**事件：**2022 年 8 月 29 日，公司发布 2022 年半年报，实现收入（50.77 亿元，+14.57%），归母净利润（5.6 亿元，+107.44%）；Q2 实现收入（30.13 亿元，+13.84%），归母净利润（3.52 亿元，+81.18%），符合预期。

■锻造板块订单持续增加，产能扩充夯实增长基础

2022H1 受益市场订单增加以及公司产品交付能力提升，收入利润均实现稳健增长，其中：

1) **锻铸业务：**22H1 公司锻铸业务实现收入（41.56 亿元，+25.83%），航空业务中公司以满足客户需求为牵引，努力扩大市场份额，实现收入（35.85 亿元，+28.06%），占锻铸板块收入比为 86.26%，其中，①**宏远公司**在航空装备市场批产型号的订单大幅增长，国内民机批产订单保持稳定增长；②**安大公司**努力稳定公司主力批产产品订货份额，积极开辟件号流水及新产品、新市场，构建市场多样化，降低单一客户订单波动影响；③**景航公司**以生产交付为牵引，确保高效产出，有效保障了配套交付。

2) **液压环控业务：**22H1 液压环控业务实现收入 9.21 亿元，因苏州公司混改后不再纳入合并

范围的影响，同比下降 18.36%。其中，①航空业务收入（6.28 亿元，+3.61%），占液压环控收入比为 68.11%；②非航空业务实现收入（2.93 亿元，-43.82%），主要受报表合并范围变化影响，占液压环控收入比为 31.89%。拆分看，液压业务方面，力源公司狠抓产品技术质量提升工作，航空航天装备产业规模不断扩大，盈利水平持续改善；在热交换器业务方面，永红公司加大军品市场研发力度，军品配套领域实现新拓展，22H1 累计完成 60 余项新项目的开发，为未来经济增长点的培育奠定基础。

分季度来看，22Q1、Q2 收入分别为 20.65 及 30.13 亿元，Q2 环比+45.91%，参考公司在建工程较期初增长 86.36%，我们认为或反映公司当前仍处在产能扩张周期，而伴随公司产能进一步释放，季度间收入或仍有望保持提升；公司 22Q1 及 22Q2 归母净利润分别为 2.08 亿元及 3.52 亿元，Q2 环比+69.23%，从季度盈利能力角度看，22Q2 毛利率同比小幅下滑 0.8pct 至 28.86%，预计主要因交付产品结构变动所致，但相较 22Q1 的 28.55%，Q2 毛利率已略有提升，预计全年维度毛利率有望维持提升趋势，22Q2 净利率同比提升 4.25pct 环比提升 1.78pct 至 12.73%，主要因 Q2 财务费用减少 3000 万及减值损失合计减少 1.78 亿所致。

毛利率净利率同步提升，费用控制能力进一步加强。公司 22H1 毛利率同比提升 1.19pct 至 28.74%，高于 2021 年全年毛利率 28.33%，表明公司当前聚焦主业工作完成效果突出且高附加值产品交付占比有序提升，同时 22H1 净利率提升 4.61pct 至 12.01%，主要与期间费用率同比下降 2.51pct 至 11.68% 有关。其中，财务费率减少 1.56pct 至 -0.44%，系利息支出减少、利息收入和汇兑净收益增加所致。我们认为，军工行业下游需求旺盛，伴随新型号逐渐定型批产以及公司高附加值产品占比提升，公司盈利能力或仍有提升空间。

■资产负债表前瞻性指标增幅明显，现金流有所下滑。2022H1 公司应收账款及应收票据合计 65.62 亿元，较期初增长 21.99%，主要系收入增长导致应收货款随之增长，表明公司当前订单交付顺利，确认收入后可持续兑现业绩。据公司 2021 年报指引，预计 2022 年实现收入及利润总额分别为 100 亿元以及 12 亿元，按上半年 50.77 亿收入及利润总额 7.43 亿元推算，则下半年将至少完成营收 49.23 亿元及利润总额 4.57 亿元，参考 2020 年报，公司计划 2021 年收入及利润总额目标分别为 73.8 亿元及 5.7 亿元，上、下半年分别完成收入 44.32 亿元及 43.58 亿元，利润 4.22 亿元及 7.22 亿元，基于产业链当前景气度仍较饱满，且公司自身产能伴随 2019 及 2021 年两次定增募投仍处于加速扩张周期，我们预计全年或有望超额完成目标。此外，H1 公司经营活动现金流净额较上年同期减少 10.41 亿元，主要因上年同期收到的预收款较多且本期加大了原材料和储备材料的采购所致。

■定增募投加强生产能力，股权激励助力长远发展

公司于 2018 及 2020 年分别募集 13.27 及 19.1 亿元用于实施公司锻造、液压和热交换器主业能力建设项目，不断增强主业生产能力，在强化军品市场优势的同时扩大民品市场份额；此外，2020 年公司增资安吉精铸不断拓展产业链上下游完善布局，巩固公司精铸件在国防武器装备配套中的重要地位和影响力。同时，公司于 2020 年推出股权激励计划，以 6.89 元/股价格授予董事、高管、核心技术人员等 115 名员工 777 万股（占总股本 0.83%）限制性股票，预计在公司推出股权激励计划后将成功绑定核心业务骨干利益，不断调动员工积极性，有望极大提升公司管理运营能力，加速业绩释放，增强公司核心竞争力，助力长远发展。

■投资建议：公司作为我国军用航空锻造龙头，配套历史悠久且技术实力雄厚，并先后通过两次定增募投增强生产能力，龙头地位稳固，并有望核心受益于航空航发新型号批产上量带来的需求景气度持续上行，同时公司不断剥离低效及亏损资产，加速聚焦航空主业的同时整体盈利能力仍有望逐渐提升；此外，公司于 2020 年推出股权激励计划，在成功绑定核心业务

骨干利益的同时，有望在费用控制端更进一步，加速业绩释放，增强公司核心竞争力。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12.9、17.6 及 23.0 亿元，对应估值分别为 36、26 及 20 倍。

■风险提示：军品业务进展不及预期；液压民品减亏不及预期。

8.6. 中航机电：航空制造业营收稳步增长，公司管理水平进一步提升

■事件：公司公布 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 84.99 亿元，同比增长 8.1%，实现归母净利润 6.68 亿元，同比增长 26.31%。2022Q2，公司实现营收 45.5 亿元，同比增长 6.24%，实现归母净利润 4.02 亿元，同比增长 26.47%。

■航空制造业营收稳定增长，进一步聚焦主业。2022H1，公司飞机制造业营收为 66.46 亿元，同比增加 10.4%，收入占比为 78.2%，同比提高 1.63pct，实现稳步增长；汽车制造业营收为 7.63 亿元，同比下降 19.03%，收入占比为 8.98%，同比减少 3.01pct，公司业务进一步聚焦于航空主业。2022H1，公司期间费用率下降至 13.92%，相比 2021 年末下降 0.91pct，其中管理费占比下降 1.31pct，研发费占比提高 1.22pct。我们认为，近期公司管理效率进一步提升，研发投入持续增长，公司治理水平不断提升。

■剥离非核心资产，盈利能力有望进一步提升。6 月 29 日，公司发布公告，公司旗下子公司庆安集团以其所持有庆安制冷 51% 股权向北京航华以非公开协议方式进行增资，庆安集团原持有庆安制冷 65.62% 股权，本次交易完成后，庆安集团持有庆安制冷的股比将变为 14.62%，庆安制冷将不再纳入庆安集团合并报表范围。我们认为，公司进一步剥离非核心资产，继续深化聚焦航空主业的经营理念，公司治理水平不断提升，未来盈利能力有望进一步提高。

■受益于航空工业高景气度，公司未来发展空间广阔：“十四五”期间，我国国防和军队现代化建设将继续深入，是“确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”的关键时期。当前，我国军机处于新型号批量换装的加速时期，公司军用机电系统将从中受益并保持稳定增长，是公司内生增长的主要驱动因素。未来我国民机市场广阔，ARJ21、蛟龙 600 等民用机型已经实现量产，C919 中型客机适航取证工作正如火如荼地进行，未来有望迎来交付量产，C929 大型客机正在加紧研制，未来国产民用航空产业将实现高速增长。我们认为，公司作为国内航空机电平台龙头企业，将充分受益于国内航空产业的蓬勃发展。

■投资建议：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 15.4、18.4、22.1 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 30、25 和 21 倍，继续给予“买入-A”评级。

■风险提示：公司军品订单不及预期的风险；国内民用客机进展不及预期的风险。

8.7. 中航电子：2022 年上半年公司合同负债同比增长 34.46%，拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台

■事件：公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司实现营业收入 51.87 亿元，同比增长 12.38%，归母净利润 5.20 亿元，同比增长 35.10%，扣非后归母净利润 4.36 亿元，同比增长 28.54%。

■点评：

2022H1 公司优化供应链运营管理和生产交付能力，业绩增长 35.10%。公司是航空工业集团旗下航空电子系统的专业化整合和产业化发展平台，拥有较为完整的航空电子产业链。2022H1 公司实现营业收入 51.87 亿元，同比增长 12.38%，归母净利润 5.20 亿元，同比增长 35.10%，扣非后归母净利润 4.36 亿元，同比增长 28.54%。其中，二季度单季实现营收 28.41 亿元，同比增长 7.05%，实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 29.83%。面对疫情，公司优化

供应链运营管理和生产交付能力，按计划参与重点装备和国家重大科技专项任务，按计划完成产品交付和系统联试，同时持续拓展非航空防务和非航空民品业务。

公司提质增效，盈利能力提升。2022H1 公司三费费用率合计 10.29%，同比下降 0.76pcts，其中，销售费用率 0.75%，同比下降 0.26pcts，管理费用率 8.30%，同比下降 0.05pcts，财务费用率 1.23%，同比下降 0.45pcts。研发费用 3.83 亿元，同比增长 9.17%。公司加快完善公司治理和制度体系，推动研发与技术进步。2022H1 公司毛利率 28.84%，同比上升 0.79pcts，净利率 10.36%，同比上升 1.75pcts，盈利能力提升。**我们认为，公司持续提升运行效率和质量，优化产品结构，盈利能力有望进一步提升。**

2022H1 合同负债同比增长 34.46%，产业链景气度持续。2022H1 公司合同负债 8.63 亿元，同比增长 34.46%，表明订单充足，公司配套下游多个主机厂，反映行业需求景气。公司存货 66.19 亿元，同比增长 23.98%，其中占比最高的原材料 27.82 亿元，较期初增长 24.92%，公司积极备货，相关采购持续进行中。2022H1 经营活动产生的现金流量净额为-13.75 亿元，由正转负，主要由于去年预收款较高导致。**我们认为，未来公司订单有望保持增长态势，产业链景气度将持续。**

中航电子拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台。根据 6 月 10 日公司发布的预案，中航电子拟吸收合并中航机电并定增募资 50 亿。中航电子的换股价格为 18.94 元/股（分红后），中航机电的换股价格为 12.59 元/股，换股比例为 1: 0.665。中航电子与中航机电分别是航空工业旗下航空电子系统与航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台。若吸收合并完成，中航电子作为存续公司将整合吸收合并双方资源，优化航空工业机载板块的产业布局，发挥规模效应，实现优势互补，有效提升存续公司核心竞争力，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，打造具有国际竞争力的航空机载产业。

■ **投资建议：**公司是航空工业集团旗下航空电子系统的专业化整合和产业化发展平台，业务覆盖防务航空、民用航空、先进制造业三大领域。未来或将充分受益于“十四五”期间新一代航空装备的放量以及国产大飞机项目的逐步落地。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 9.7、11.9、14.6 亿元，对应估值分别为 36.8X、30.0X、24.4X。维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**吸收合并终止的风险和下游需求不及预期的风险。

8.8. 爱乐达：2022H1 归母净利润同比增长 32.53%，规模效应有望持续提升

■ **事件：**8 月 22 日，公司发布 2022 年半年报，实现营业收入（3.66 亿元，同比+61.94%），归母净利润（1.42 亿元，同比+32.53%），扣非归母净利润（1.37 亿元，同比+29.14%）。

■ **点评：**

交付规模提升带动收入高增 62%，净利率未来有望企稳回升。

收入端：公司 2022 年上半年实现营业收入 3.66 亿元，同比增长 61.94%，主要系报告期内客户订单增加及扩充产能逐步释放带来收入规模提升。上半年毛利率为 55.78%，同比下降 7.48pct，结合公司持续下游各机型拓展部组件装配业务，我们认为或主要系公司经营模式及业务布局发生转变，毛利率较低产品的交付占比进一步提升，同时公司下游重点型号放量，预计价格或有所下降所致。

费用端：上半年期间费用率为 4.73%，同比下降 2.04pct，我们认为主要系收入规模显著提升，规模效应进一步摊薄相关费用所致。其中，销售费用同比增长 31.59%，而销售费用率小幅下降 0.03pct，主要系报告期内公司订单交付量增长带动型关运输费用增加所致；研发费用同比增长 55.94%，研发费用率小幅提升 0.32pct，主要系公司持续加大研发力度，技术研发试验及

测试增加，带动研发人员薪酬增长及设备材料折旧损耗所致。

利润端：上半年共实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 32.53%，虽较此前略有放缓但仍保持较高增长水平。我们认为，报告期内公司净利润增速低于收入增速的原因主要有：1) 公司业务结构转变及主要产品业务的降价压力共同作用导致毛利率降低；2) 计提 2177.60 万信用减值损失作为应收账款坏账准备（占营业收入的 5.95%）进一步拉低净利水平。**我们预计，未来随着公司产能充分释放且收入结构趋于稳定，或将带动规模效应持续提升，进一步降低各项期间费用的影响，净利率有望迎来企稳回升的态势。**

分季度看，公司 22Q2 实现收入 1.89 亿元，同比增长 60.88%，达到历史单季度收入次高位水平，且仍维持较高增速；单季归母净利润 7648.47 万元，同比增长 26.03%。净利增速缓于收入增速主要系业务结构变化导致 22Q2 毛利率同比下降，且信用减值损失计提同比增多 1530.66 万所致。**我们预计，未来随着公司业务结构趋稳，产能释放摊薄各类业务成本影响，公司单季度盈利表现有望迎来改善。**

■**应收账款大幅提升 76.82%，后续有望兑现改善现金流表现。**公司报告期末应收票据及应收账款较期初提升 76.82% 至 8.00 亿，表明产业链下游需求旺盛，公司积极完成交付任务，未来有望在收入端持续兑现。经营性活动现金流为 -1.53 亿，上年同期为 0.36 亿，主要系应收账款未到结算期回款同比减少，且随着生产规模的逐步提升，公司用于购买商品、支付职工薪酬及税费的经营性开支同比增加所致，预计随着订单下半年交付及收入确认，公司现金流有望迎来改善。

■**定增布局智能制造，扩产项目推进顺利。**为满足未来市场需求增长，公司积极布局扩产，于 2021 年 8 月完成 5 亿元定向增发项目，其中 4.4 亿元将用于建设“航空零部件智能制造中心”项目，项目建设周期 42 个月。截至报告期末，项目已完成主体建设，并陆续实施设备采购及产线布局施工，预计于 2023 年上半年陆续投产使用，项目建成并完全达产后，预计每年可实现收入 2.34 亿元，净利润 6,002 万元。考虑到当前下游需求旺盛，本次产能扩充能够保障公司未来数年的高增长。

■**投资建议：**公司专注航空制造领域 18 年，在航空结构件精密制造方面优势明显，具备航空零部件全流程制造能力。公司是中航工业下属某主机厂机加和热表处理领域战略合作伙伴，显著受益军机放量；考虑到特种工艺已有收入体现，装配业务逐步起量以及未来在国际转包、国内民机等民机业务的占比的不断提升等驱动因素，预计 2022-2024 年归母净利润 3.8、5.2 和 6.8 亿元，对应估值 25X、18X 和 14X，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**军机换装列装不达预期；民机业务不达预期；特种工艺产线产能达产不及预期

8.9. 江航装备：2022 上半年收入同比增长 21.6%，研发扩产奠定未来高增

■**事件：**8 月 28 日，公司发布 2022 年半年报。2022 上半年收入（5.86 亿元，+21.60%），归母净利润（1.47 亿元，+15.00%）；2022Q2 收入（3.18 亿元，+8.25%），归母净利润（0.91 亿元，+7.93%）。

■**点评：**强军需求带动收入稳定增长，航空业务占比再创新高。公司作为国内唯一的航空油气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地，亦是国内最大的飞机副油箱及国内领先的特种制冷设备制造商，在报告期内积极开拓市场，挖掘潜在客户，核心受益于强军背景下装备需求放量。报告期内，公司实现营业收入（5.86 亿元，+21.60%），收入规模实现稳步增长，其中：

1) **航空装备**，公司主要为国内各大主机厂、军方提供配套产品和服务，配套供应国内有装

备需求的所有在研/在役军机以及部分民机，产品覆盖航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统、飞机副油箱以及敏感元件、氧气地面设备等。2022 上半年公司取得多款新机型配套订单，航空装备业务取得高速增长，共实现营业收入(4.03 亿元,+35.72%)，占总收入比重(68.67%,+7.14pct) 达到历史新高。公司作为航空子系统细分赛道独供企业，相关业务的高速增长及占比提升充分反映当前航空装备下游需求的高度景气。

2) **特种制冷**，通过全资子公司天鹅制冷开展，目前军用特种制冷设备已实现空、军、海、火箭军全军种覆盖，并借助军用技术成果转化向工业民用领域的特种耐高温空调、专用车空调等细分市场持续拓展。报告期内公司凭借军用特种制冷市场主导地位充分受益下游装备放量，同时民品制冷积极拓展客户，2022 上半年共实现营业收入(1.32 亿元,+4.81%)，占营业收入(22.45%,-3.59pct)。

分季度看，公司二季度实现营业收入(3.18 亿元,+8.25%)，归母净利润(0.91 亿元,+7.93%) 收入及利润规模均达到单季度历史高点，而增速较往季度略有放缓或主要系近两年基数提升较大及单季度交付节奏波动共同作用所致。公司单季度毛利率由 21Q2 的 48.57% 同比下降 3.88pct 至 22Q2 的 44.69%，或主要系伴随交付规模提升公司承受下游降价压力所致，预计伴随公司高附加值产品未来交付占比的提升，毛利率有望在迎来企稳回升。Q2 期间费用率单季度净利率为 28.57%，较去年同期保持稳定。

■ **毛利率或因交付结构承压，研发投入持续加码**。2022 上半年毛利率同比下降 6.73pct 至 41.51%，其中，航空产品毛利率下滑 5.27pct 至 42.31%，特种制冷装备毛利率下降 9.51pc 至 29.97%，或主要系报告期内高毛利航空产品交付占比下降且销售规模提升过程中价格承压所致。另一方面，随着公司不断加强内部控制，经营效率持续提升，上半年期间费用率下降 2.65pct 至 16.89%，达到历史同期最低水平。值得关注的是，报告期内，随着公司研发任务增多，同时伴随项目研制进度推进，科研领用及交付产品增多，最终导致研发费用增长 49.34%，研发费用率提升 1.02pct 至 5.47%。公司科研任务密集，研发投入持续加码，有望加快未来高附加值产品的投产速度，为公司盈利水平的提升形成正向助力。最终因资产减值计提减少 1353.13 万元，而信用减值计提增加 864.42 万元，公司净利率虽小幅下降 1.44pct 至 25.14%。

■ **资产负债表预示景气上行，现金流有望迎来改善**。公司期末存货达 7.15 亿元，较期初增长 4.38%，其中原材料增长 6.56%，反映公司正在积极备料生产，库存商品及发出商品分别增长 4.47%及 11.32%，或将在下半年完成交付及收入确认后将持续兑现至收入端。公司 2022 上半年在建工程较期初增长 118.44%，其中主要增量来自“712 厂房”及“冷夜产品数字化柔性生产线”两个项目，公司当前正积极扩充产能，或从侧面体现未来订单需求预期较好。公司上半年经营活动现金流净额为-1.89 亿元，较上年同期减少 182.32%，主要系期内预收货款较上年同期大幅下降所致，预计下半年现金流或有望伴随订单交付确认显著改善。

■ **投资建议**：考虑到航空装备高景气，公司航空产品增速高于行业，制冷业务贡献更大业绩弹性，以及公司前期改革成效显著等因素，我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.4、5.1 和 7.6 亿元，对应 PE 为 27X、18X 和 12X，持续推荐，维持“买入-A”。

■ **风险提示**：军机换装列装进度不及预期，制冷领域竞争格局恶化，民用航空订单及国产替代不达预期

8.10. 迈信林：持续拓展航空产业链，公司未来成长空间广阔

■ **事件**：公司公布 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 1.33 亿元，同比下降 8.92%，实现归母净利润 0.21 亿元，同比增长 36.73%。

■ **汽车板块营收下降，技术实力不断增长，利润率有所提升。**受国内外疫情以及汽车行业景气度影响，公司控股子公司佰富琪汽车板块业务受到计划性调整，营收及利润端均受到一定影响，导致公司上半年收入同比下降。报告期内，公司航空板块营收占比进一步提高，公司产能利用率有所提升，公司研发实力不断增强，研发周期缩短，从而公司上半年毛利率和净利率同比分别提高 7.08pct 和 5.09pct。我们认为，借助航空产业高景气度以及公司在航空机加工领域的不断拓展，未来公司航空板块营收占比有望进一步提高，公司利润率水平仍有提升空间。

■ **拟收购郑飞机械，拓展飞机挂架领域加工配套业务。**2022 年 7 月，公司发布公告，拟收购郑飞机械部分股权。郑飞机械前身是航空工业集团下属国营第 124 厂从事武器悬挂发射装置配套产品的机械加工专业生产厂，在飞机挂架零部件加工方面有雄厚基础。我们认为，收购后公司将掌握飞机挂架系列零件关键制造技术、组件装调技术，将进一步加强公司在精密结构件加工方面的技术能力，为公司在航空领域长期发展助力，同时进一步丰富了军工央企与民营企业的合作模式，有望为军工国企改革注入更多活力。

■ **牵手航空工业，切入飞机机电系统机加工领域。**航空工业南京机电是我国航空机载机电系统的研发中心和生产基地，具有完整的预先研究、型号研制、设计制造、试验交付和维修服务的手段和能力，主要覆盖飞机机电控制系统、液压操纵系统、燃油系统、环境控制系统、电源传动系统等多个飞机子系统。2021 年 7 月，公司发布公告，与南京机电签署战略合作协议，南京机电将优先采购公司机电类产品，将有利于公司在产品实现方案、产品质量检测、技术改进等方面获得南京机电的支持，为此公司设立江苏蓝天机电公司，进一步加深与南京机电的业务合作。我们认为，公司业务从飞机机体结构零部件加工，逐步拓展到飞机机电产品的机加工领域，既有助于拓展公司业务领域，也有助于公司与中航工业进一步深化合作关系。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.7、1.2、1.8 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 38、25 和 16 倍，继续给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**公司航空产品订单不及预期的风险；收购郑飞机械进展不及预期的风险。

8.11. 航天电器：航天领域产品营收稳步增长，公司治理水平进一步提升

■ **事件：**公司公布 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 30.69 亿元，同比增长 31.08%，实现归母净利润 3.04 亿元，同比增长 19%。2022Q2，公司实现营收 15.6 亿元，同比增长 27.6%，实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 6.35%。

■ **下游需求依然旺盛，公司营收持续增长。**2022H1，公司电子元器件制造业营收同比上升 30.65%，其中连接器、电机、光通信器件产品销售额分别同比上升 31.68%、39.28%和 10.02%。受上游金属材料、化工材料供货价格持续高位影响，公司毛利率水平同比下降 1.7pct。我们认为，受航天领域国防产品高景气度影响，公司营收将持续增长，同时，由于近期大宗商品价格有所回落，后期公司毛利率水平有望稳步回升，未来公司业绩有望进一步提高。

■ **持续加大研发投入力度，合同负债环比上升。**公司持续加大高速传输互连技术、射频微波互连技术、一体化系统互连技术、高端电机技术、智能制造技术等领域的研究投入，2022H1，公司研发投入为 2.51 亿元，同比提高 40.99%，高于公司营业收入增长率。2022H1，公司合同负债为 3.27 亿元，环比上升 31.9%，表明公司后续订单依然饱满。我们认为，随着“十四五”期间新型航天装备研发工作的不断推进，公司持续加大研发投入力度，在手订单饱满，公司业绩将保持高增长趋势。

■ **公司管理水平不断提升，期间费用率持续下降。**2022H1，公司期间费用率为 15.81%，同比下降 1.33pct，其中销售费占比同比下降 0.37pct，管理费占比同比下降 1.06pct。我们认为，随着公司治理水平不断提升，公司期间费用率持续下降，未来随着公司营收规模的不断增长，公司期间费用率仍有下降空间。

■ **航天领域连接器及微特电机龙头公司，核心受益航天领域高景气。**

公司实控人航天科技集团是我国各类精确制导武器的主要研发生产单位，公司是导弹产业链核心标的，处在确定性好和增速高的细分领域，公司作为航天领域连接器及微特电机龙头供应商，在“十四五”期间将持续受益于科工集团精确制导武器的放量批产。公司连接器产品业务占比持续提高，2022H1 公司连接器销售占比为 66.52%，同比上升 0.3pct，进一步聚焦于航天领域主业。

■ **投资建议：**航天产品领域在多重背景驱动下有望呈现高景气度，公司的连接器产品在宇航、弹载连接器领域市场份额居首，优势突出，核心受益。预计 2022-2024 年净利润为 6.8、8.9、11.6 亿元，对应估值 54X、41X、32X，公司是军工板块中增长确定性较好、估值与业绩匹配，可长期关注，持续推荐，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**公司军品订单不及预期的风险；原材料涨价导致公司毛利率下降的风险。

8.12. 盟升电子：疫情影响公司产品短期交付，不改公司未来高成长发展趋势

■ **事件：**公司公布 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 1.29 亿元，同比下降 23.81%，实现归母净利润 0.1 亿元，同比下降 78.98%。2022Q2，公司实现营收 1.17 亿元，同比下降 21.98%，实现归母净利润 0.22 亿元，同比下降 52.11%。

■ **上半年受疫情影响，产品交付滞后，营收下降，后期有望逐步恢复。**上半年，公司营收同比下降 23.81%，二季度营收同比下降 21.98%。受国内疫情反复影响，公司所在地、用户单位及其部分配套单位所在地疫情管控严格，人员出差受限，研制项目技术交流、联合试验受阻，导致项目整体进度滞后，后续订单未能按预期下达或实施；批产项目受供应链、验收等影响，部分项目和产品延期交付，导致上半年营业收入同比下降。我们认为，随着国内部分区域疫情逐步好转，以及公司积极采取应对措施，公司营收后期有望逐步恢复。

■ **管理费、研发费同比上升，对公司净利润造成一定影响。**报告期内，公司期间费用率为 52.37%，同比增加 21.99pct，其中管理费用、销售费用、财务费用、研发费用占比分别为 26.3%、6.16%、-0.7%、20.6%，同比变化分别为+12.73pct、+5.69pct、-3.21pct、+15.16pct。上半年，受计提股权激励费用、折旧费、长期待摊费用等影响，公司管理费大幅提升；上半年虽然公司营收同比下降，但研发费用仍然同比增加，导致研发费用率大幅提高。我们认为，虽然上半年公司营收下降，但公司研发投入依然保持增长，说明公司研发项目饱满，未来批产后有望带动公司业绩高速增长。

■ **北斗三代组网成功，将拉动公司卫星导航产品需求：**2020 年 6 月 23 日，最后一颗北斗三号卫星发射成功，标志着北斗三代全球卫星导航系统完成组网，相对北斗二代，三代系统定位精度更高，覆盖面更广，服务客户更多。导航卫星的组网成功，往往会带动导航终端产品的需求，例如，在 2012 年北斗二代系统组网完成后，与北斗导航终端设备研制相关的产业链业绩都有显著增长。我们认为，北斗三代组网完成后，对于北斗导航终端需求将具有更强的拉动作用，未来公司卫星导航产品增长确定性较强，将成为公司业绩重要增长点。

■ **积极布局电子对抗业务，有望成为业绩新增长点：**2021 年上半年，公司通过行业发展及市场需求分析，将电子对抗作为公司业务战略发展方向，成立了电子对抗事业部，同时加大了市场开拓、技术开发、人才引进等方面的资源投入。由于电子对抗技术与公司现有技术具有较高同源性，因此，公司在电子对抗业务方面具有技术基础，有望进一步拓展公司技术能力边界，成为业务新增长点。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.9、2.8、3.8 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 43、29 和 21 倍，继续给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**公司产品交付受疫情影响不及预期的风险；公司在研项目研发进展不及预期的风险。

8.13. 新雷能：2022H1 归母净利润同比+54.87%，特种领域增长稳健

■ **事件：**公司发布 2022 半年报，实现收入（8.86 亿元，+42.44%），归母净利润（1.85 亿元，+54.87%）；22Q2 实现收入（4.15 亿元，+22.38%），归母净利润（0.98 亿元，+43.78%）。

■ 特种领域增速依然保持稳健，母公司盈利能力持续增强

受益航空航天客户订单需求持续增加，以及通信出口业务订单增长导致通信领域收入大幅增加，22H1 公司收入利润均实现稳健增长，其中：

1) **特种领域**，行业整体发展态势良好，公司依托自身多品类布局战略及国产化大势所趋的优势持续拓展市场，实现收入（5.18 亿元，+30.45%），同时毛利率同比增加 4.96pct 至 64.85%，反映公司产品矩阵中高附加值产品占比进一步增加；

2) **我们认为应重点关注母公司情况**，22H1 母公司实现收入（4.46 亿元，+36.81%），净利润（1.50 亿元，+45.63%），表明母公司盈利能力仍在持续提升，考虑母公司主要承接特种领域业务，预计高增速来自于特种领域产品交付量提升所致，而参考母公司净利率同比 21H1 提升 2.03pct 至 33.63%，正如我们此前报告预计，伴随公司特种产品交付量不断增加，公司后续盈利能力仍具备一定提升空间；

3) **通信及网络领域**，国内外 5G 通信基站建设加快，通信行业尤其出口业务增长较快，在物料紧张背景下，公司积极备料及产能建设保障产品交付，实现收入（3.37 亿元，+73.71%），毛利率同比下滑 9.52pct 至 25.56%，预计主要因交付产品结构原因所致。

季度维度看：22Q2 盈利能力创历史新高，静待新产能投产后的持续增长。公司 21Q2-22Q2 归母净利润分别为 0.68、0.75、0.79、0.87、0.98 亿元，总体呈现稳中有升态势，各季度毛利率分别为 51.20%、48.23%、42.12%、45.03%及 53.51%，可见 22Q2 毛利率环比提升显著，同时净利率同比+2.01pct 环比+5.14pct 至 23.92%，均创历史新高，或直接表明当前公司高附加值产品占比伴随产能增长正不断提升，同时据年报，北京雷能产能依托场地调整、新建产线、人员扩招、工艺升级及自动化设备扩充等方式持续提升，同时永力科技园计划 22H1 投入使用，基于此我们预计，在下游需求持续上行背景下，同时公司正积极加强自身生产能力，为后续持续快速增长夯实坚实基础。

■ **22H1 毛利率因产品原因略有下滑，净利率稳中有进。**22H1 毛利率同比小幅下滑 1.76pct 至 48.82%，预计主要因 22Q1 产品交付结构影响所致，而期间费用率下滑 3.06pct 至 22.97%，带动净利率同比提升 1.19pct 至 21.19%，考虑到特种领域电源毛利率较高，预计其占收入比不断提升后叠加规模效应摊平费用，公司整体盈利能力后续或仍有提升空间，业绩仍具备一

定弹性。

■ **资产负债表相关科目表现稳健。**22H1 预付账款较期初增长 160%，同时存货较期初增长 19.62%，其中在产品较期初增长 56.58%，反映公司正积极备产备货以应对下游需求订单的快速增长，后续伴随产品交付后有望持续兑现至收入科目。

■ **深耕军工电源多年，产品品类丰富叠加下游需求放量**

1) **从供给端看**，公司自 2000 年涉足军工电源行业并已确立市场领先地位，且配套资质齐全，同时通过坚持常年高比例研发投入在航空航天领域形成了完善的产品技术储备，并通过收购永力科技进布局海洋舰船领域，进一步实现军工应用领域的全面覆盖，此外，公司仍在持续扩充自身军品产能以积极应对十四五期间航空航天等领域需求的高速增长；

2) **从需求端看**，近年来我国电源企业在技术上与国外品牌差距已在不断缩小，同时因军队信息化建设或是十四五期间重中之重、航空航天等重点领域型号不断批产上量及国产替代的势在必行，未来军用电源行业市场增量较为充足。我们认为，考虑到公司技术及产品储备齐全，伴随航空航天多型重点武器装备逐渐批产并加速列装，未来军品业务增长确定性强及持续性好，同时，军品电源业务毛利率较高，预计占收入比不断提升后叠加规模效应亦有助于公司不断提高盈利能力，未来成长可期。

■ **投资建议：**公司在模块电源领域深耕二十余载，已确立明确市场领先地位，并通过常年高比例研发投入充分储备相关产品及技术。军品领域，公司前期投入研发产品批产上量，伴随下游航空航天等领域武器装备加速列装，预计公司未来业绩增长确定性较强且持续性较好，亦有望通过规模效应进一步提升盈利能力；通信领域，伴随我国 5G 建设的持续推进以及出口业务逐步改善，预计未来仍是稳定的利润来源。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.3、6.2、8.4 亿元，对应估值分别为 39、27、20 倍，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**军品订单不及预期；民品订单不及预期；产能扩充不及预期。

8.14. 广东宏大：2022 上半年传统业务发力，二季度业绩显著好转

■ **事件：**8 月 19 日，公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司实现营业收入 43.60 亿元，同比增长 22.76%，归母净利润 2.52 亿元，同比增长 19.49%，扣非后归母净利润 2.29 亿元，同比增长 12.14%。

■ **点评：**

矿山民爆一体化服务公司，战略转型布局防务板块。2022H1 公司实现营业收入 43.60 亿元，同比增长 22.76%。公司传统业务是上半年收入的主要发力点，矿服业务新开工项目同比增加，民爆业务近年进军甘肃与内蒙地区，炸药需求旺盛，促进收入提升。而防务装备业务受交付等因素影响，收入未确认，预计下半年业绩会有所提升。分业务板块：**矿服板块**实现营业收入 31.88 亿元，同比增长 30.14%。**民爆板块**实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 23.06%。**防务装备板块**实现营业收入 3,274.34 万元，同比下降 86.60%。我们认为公司矿山民爆一体化优势将有利于客户的开拓与绑定，民爆业务进军新市场将带来存量里的增量，公司主业规模将有望持续提升，防务业务若军贸相关订单落地将为公司业绩带来较高弹性。

疫情影响减弱，二季度业绩显著好转。公司一季度因疫情原因以及当地大型活动影响，部分矿山停工，导致公司部分民爆企业的炸药销量有所下降，二季度出现明显好转。2022Q2 单季度实现营业收入 25.71 亿元，同比增长 24.54%，实现归母净利润 2.11 亿元，同比增长 53.83%。

公司加强成本管控，毛利率保持平稳。2022H1 公司实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 19.49%，

综合毛利率为 19.91%，同比增加 0.12pcts，保持平稳。公司通过对存量项目进行深挖，包括优化施工方案以及与业主重新议价，进一步提高矿服项目效益。与此同时，公司对炸药销售价格采取了提价措施缓冲了上游原材料提价的影响。公司三费费率为 5.89%，同比减少 0.38pcts，成本端得到控制。公司增加研发投入，2022H1 达到 1.88 亿元，同比增加 21.48%。

现金流短期承压。公司经营活动产生的现金流量净额为-1.17 亿元，同比下降 138.55%，主要由于矿服板块回款有所减少、防务装备板块收入减少及应付票据兑付导致。公司预计下半年防务装备业绩将有所提升，现金流有望好转。公司合同负债 1.06 亿元，同比增长 16.71%，且第一大主业矿服在手订单超过 100 亿元，民爆业务打开内蒙与甘肃市场，未来传统主业有望持续增长。

外延并购区域整合叠加新市场开拓，助推传统业务持续增长。目前民爆行业正在经历整合，产业集中度提升。公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，巩固市场地位。公司紧跟国家能源保障政策，通过外延并购战略布局内蒙市场。根据万得数据统计，2022 年上半年内蒙古地区原煤产量为 39,217.00 万吨，同比增长 21.08%。煤矿是公司矿服、民爆主要下游之一，新市场的开拓有望带来增量收入。截止报告期末，公司在证产能为 50.1 万吨，位列全国第二。另外，公司具有矿服、民爆一体化产业链优势，大客户、大项目、大投入的战略已见成效。

军贸市场空间广阔，若相关订单落地将为公司业绩带来较高弹性。公司已成立军工平台，打造“1+N”战略布局，其中 HD-1 与 JK 系列是公司两大军品外贸项目。从项目进度来看，HD-1 出口立项已于 2019 年获有关部门批复同意，且于 2020 年完成测试与定型。JK 项目 2021 年在某靶场顺利完成无人机挂飞试验，飞行各项技术指标符合大纲要求，试验取得圆满成功。目前两个项目均通过军贸公司与海外客户洽谈。由于此类产品具备消耗属性，需求量大且毛利率较高，若相关订单落地将为公司业绩带来较高弹性。

■**投资建议：**公司拥有矿服民爆一体化服务优势，在政策推动行业整合向头部集中的背景下，公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，巩固市场地位。公司紧跟国家能源保障政策，通过外延并购战略布局内蒙市场，带来增量收入。另外，若军贸订单落地将为公司带来较高业绩弹性。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 5.7、6.6、7.6 亿元，对应估值分别为 39.7X、34.4X、29.7X。维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**军品订单不及预期；疫情不确定性带来的行业需求不及预期。

8.15. 紫光国微：2022H1 归母净利润同比增长 36.81%，特种集成电路稳健增长

■**事件：**公司发布 2022 年半年报，实现收入（29.05 亿元，+26.72%），归母净利润（11.98 亿元，+36.81%）：Q2 实现收入（15.64 亿元，+16.68%），归母净利润（6.67 亿元，+20.92%），略超市场预期。

■特种集成电路业务出货量不断提升，表观盈利能力持续增强

22H1 因疫情等因素影响，供应及物流环节对公司订单交付产生一定影响，但公司围绕年度经营目标，努力保证各业务板块健康发展，其中：

1) **特种集成电路业务**，公司新增多个生产协作部门，理顺生产流程确保供货，并为未来需求的增长做好充分准备，22H1 子公司国微电子实现收入（19.53 亿元，+42.54%），毛利率同比提升 1.87pct 至 78.64%，实现净利润（10.89 亿元，+43.10%），净利率小幅提升 0.21pct 至 55.76%，规模效应正持续兑现。据半年报，①**FPGA 产品**，公司新推出 2x 纳米低功耗系列产

品,进一步完善产品种类,且新一代 1x 纳米更高性能系列产品也在顺利推进中;②特种 SoPC 平台产品为代表的系统级芯片全面推广应用,成为公司重要收入来源;③模拟产品领域,公司通过单片电源、电源模组以及电源周边配套产品的系列化推出,市场份额快速扩大,公司 22H1 推出的高速射频 ADC、新型隔离芯片等新产品也已初步获得主要用户认可,有望在“十四五”期间成为公司新增长点。

2) 智能安全芯片业务保持良好发展势头,实现收入(8.03 亿元,+4.11%),毛利率大幅提升 12pct 至 41.66%,或反映公司产品附加值在逐步提升。据半年报,①二代居民身份证及全球通信 SIM 卡芯片稳定供货,深度参与中国移动新一代超级 SIM 芯片工作,该产品支持 5G、数字货币、数字身份等创新应用的需求,代表 SIM 卡产品发展趋势。②金融支付安全产品方面,公司持续为国内外银行 IC 卡芯片市场提供多种产品方案;③车规级安全芯片在数字车钥匙、车载 eSIM 等多种方案中实现批量应用,随着 5G 及车联网等场景不断发展,预计车规级安全芯片将享有更大发展空间。

分季度看,公司 22Q2 收入及利润端同比增速相较 22Q1(收入+40.84%;净利润+63.91%)略有放缓,但考虑到二季度存在疫情对供应及物流等环节的影响,我们预计进入 Q3 后伴随不利因素的逐步消退公司收入利润端预计有望重回快速增长通道。22Q2 毛利率 67.38%,同比+8.22pct,创历史新高,反映公司高附加值特种集成电路产品占收入比不断提高,且环比+3.49pct,表明特种产品季度间出货量亦逐步攀升;22Q2 净利率 42.89%,同比+1.4pct,环比+3.12pct,净利率同比提升幅度小于毛利率预计主要因单季度资产减值损失同比增加 3700 万,我们认为随着公司特种产品出货量的有序提升,公司 IC 设计类企业的规模效应将持续兑现,预计表观盈利能力有望保持稳健提升态势。

毛利率净利率同步提升,盈利能力持续增强。公司 22H1 毛利率同比增长 8.75pct 至 65.77%,预计主要因高附加值特种集成电路业务占收入比同比提升 7.46pct 至 62.23%所致;净利率同比提升 2.9pct 至 41.45%,净利率提升幅度小于毛利率主要因上半年资产减值损失较去年增加 4500 万且 22H1 期间费用率同比增长 4.59pct 至 21.60%。

资产负债表表现依旧稳健,现金流情况持续改善。22H1 预付账款较期初增长 42.51%,或反映公司正积极备货组织生产以应对下游特种行业需求,同时因集成电路业务规模增长库存量增大以及战略备货增加带动存货较期初增长 35.57%,其中在产品、产成品以及发出商品分别较期初增长 31.91%、40.07%、85.62%(远高于 22H1 收入增速 26.72%),表明公司当前在手订单较为饱满,待存货相关科目后续完成交付后将持续兑现至收入端。此外,因公司集成电路业务规模增长,公司利润及销售回款不断增加,带动现金流同比增加 101.75%,改善情况良好。

■ 特种 IC 为公司核心资产,“拓品类+拓下游”开拓能力边界

公司子公司国微电子布局特种 IC 全品类,在高壁垒特种半导体领域已发展成为平台化配套企业,并不断通过“拓品类+拓下游”方式积极开拓能力边界,当前在航空及航天领域市占率较高。伴随我国特种装备现代化升级以及国产替代的加速推进,预计“十四五”期间国微电子在特种 IC 领域将保持快速增长,不断享受行业景气度的持续上行。

■ 智能安全卡芯片边际好转,可转债募投向高端领域进发

子公司同芯微电子是移动通信、金融支付以及身份认证等领域智能安全芯片核心供应商之一,而伴随海外主要竞争对手的退出,公司有望迎来盈利能力的边际改善;公司前期发行可转债募集资金布局高端芯片及车载控制器芯片等方向,目前研发及产业化进程顺利,预计伴随我

国在物联网以及云计算等领域的不断投入，以及公司车规级安全芯片方案成功导入众多车企并实现批量供货，将为公司长期可持续发展带来新动力。

■**投资建议：**公司是我国特种 IC 领域龙头企业，并不断通过“拓品类+拓下游”方式持续开拓自身能力边界，当前在航天航空领域市占率较高，而在我国信息化建设及国产替代加速推进背景下，有望持续保持快速增长；同时公司智能安全芯片业务正迎来边际改善，叠加在其余高端芯片及车载芯片领域的持续突破，长期发展动力充足。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.6、40.0 及 54.4 亿元，对应估值分别为 49、35X 及 26X。

■**风险提示：**特种集成电路订单不及预期；智能安全芯片订单不及预期。

8.16. 振华科技：2022H1 归母净利润同比增长 147%，盈利能力持续增强

■**事件：**8 月 25 日，公司发布 2022 年半年报。2022 上半年收入（38.36 亿元，+36.18%），归母净利润（12.73 亿元，+146.98%）；2022Q2 收入（19.50 亿元，+29.25%），归母净利润（6.66 亿元，+147.69%）。

■**新型电子元器件业务延续高增长态势，结构优化带动盈利能力持续增强。**

受益下游客户因新项目研制及战略储备等因素加大电子元器件采购力度，行业随之进入高景气度阶段，公司订货及交付数量保持高速增长，经营规模及效益均创历史新高，新型电子元器件子公司同口径实现收入（29.80 亿元，+39.63%），净利润（12.01 亿元，+114.47%）。其中：①主动类元器件，子公司振华永光及振华微电子收入分别增长 48.03%及 53.84%，净利润分别增长 95.78%及 81.45%，合计占收入比重同比提升 2.97pct 至 41.75%，收入规模持续提升，规模效应下整体净利率提升 9.03pct 至 43.31%；②被动类元器件，子公司振华新云、振华云科及振华富收入分别增长 14.27%、34.55%及 59.22%，净利润分别增长 348.56%、102.31%及 110.58%，被动元器件子公司合计占净利润比重则同比提升 5.79pct 至 55.12%，同时整体净利率同比大幅提升 16.99pct 至 38.13%，盈利能力显著增强。我们认为在需求端持续保持高景气及国产替代逻辑下，主动元器件子公司收入规模有望继续保持快速增长，而被动类元器件子公司的盈利能力或有望伴随规模效应进一步提升。

分季度看，公司 21Q2-22Q2 归母净利润分别为 2.69、4.40、5.35、6.07 及 6.66 亿元，呈现稳步上升趋势，公司单季度毛利率由 21Q2 的 59.23%同比提升 2.22pct 至 22Q2 的 61.45%，主要得益于公司不断优化自身产品结构，并对现有产品进行转型升级以及生产线的更新换代，在交付产品附加值不断提升的背景下生产效率也在同步提升；同时，公司净利率由 21Q2 的 17.81%提升至 22Q2 的 34.14%，反映在毛利率持续向上的过程中公司减值与期间费用率情况亦不断改善。参考公司年报中给出的 2022 年经营计划，公司上半年已分别完成全年预期收入的 54.80%及预期利润总额的 59.68%，考虑到当前下游客户需求仍处于较为饱满状态，且公司自身产能仍具备一定提升空间，展望下半年，预计利润端有望延续高增长态势。

■**毛利率净利率继续提升，盈利能力显著增强。**2022 上半年毛利率同比提升 5.50pct 至 62.14%，预计主要因公司产品结构优化后高附加值产品占比提升以及整体生产效率提高所致，且我们预计伴随主动类元器件子公司占收入比不断提升后预计毛利率或仍存在一定上升空间；同时，公司 2022 上半年期间费用率下降 12.70pct 至 19.83%，其中管理费用率大幅下降 11.23pct 至 9.07%，主要系上年同期公司依照政策法规对退休员工一次性计提统筹外费用 2.33 亿元所致。公司上半年资产减值计提较上年同期增加 2,158.22 万元，信用减值计提则增加 5,426.41 万元，我们认为或主要系公司经营规模及存货体量快速提升所致，最终减值计提对公司整体影响有限，上半年净利率仍显著提升 11.22pct 至 26.47%。

■ **资产负债表延续景气上行，现金流为正且保持平稳。**2022 上半年预付账款较期初增长 27.61%，并参考存货较期初增长 13.79%，其中原材料、库存商品以及发出商品科目分别增长 47.59%、23.06%、18.27%，反映公司当前正积极采购备料生产。同时，2022 上半年合同负债较期初减少 28.31%，同时参考本期应收账款及应收票据合计达 53.49 亿元较期初增长 38.54%，或表明公司当前订单交付顺利，预计后续完成收入确认后将持续兑现至收入端。因报告期内公司税费开支同比增加 1.82 亿元，向员工现金支付的工资绩效增长 0.71 亿元，但同时报告期内公司销售商品及提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付现金净额同比增加 2.26 亿元，最终经营性活动现金流净值同比小幅下降 0.23 亿至 4.37 亿。

■ **投资建议：**公司聚焦军工电子元器件业务，将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长，仅依托原有军工电子的利润体量并给与可比公司一般估值即可支撑百亿市值，而 IGBT 以及厚膜集成电路等业务拓展则有望带来公司价值重估。考虑新型电子元器件业务增长较快，预计 2022-2023 年公司归母净利润分别为 24.0、31.5 亿元，对应 PE 分别为 25、19 倍，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**军品订单不及预期

8.17. 国光电气：上半年公司营收大幅增长，毛利率水平有望稳步回升

■ **事件：**公司公布 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 5.21 亿元，同比增长 96.7%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 39.23%。2022 年二季度，公司实现营收 3.26 亿元，同比增长 103.49%，实现归母净利润 0.69 亿元，同比增长 32.81%。

■ **微波器件及核工业设备收入大幅增加，助推公司业绩增长。**公司微波器件包括微波电真空器件和微波固态器件。公司核工业设备主要包括 ITER 配套设备、核工业专用泵阀等产品。受益于军工电子信息化水平不断提升，以及核聚变领域对泵阀产品需求的不断增长，公司上半年营收同比增长 96.7%，我们认为，军工电子信息化及核聚变领域有望持续保持高景气度，公司未来业绩增长可期。

■ **公司销售产品结构调整，毛利率水平有望提升。**公司 2021 年年报显示，公司电子真空器件制造行业毛利率为 60.27%，公司核工业产品毛利率为 36.49%，由于上半年公司核工业产品销量增速较高，因此公司毛利率水平有所下降。我们认为，随着公司核工业产品销售规模不断增长，产品毛利率有望逐步提升，公司整体毛利率水平有望稳步回升。

■ **卫星互联网领域蓬勃发展，有望成为公司重要增长点：**据腾讯网报道，美国 SpaceX 公司已经发射了约 1800 颗“星链”卫星，未来发射规模有望达到 4.2 万颗。2021 年 4 月中国卫星网络集团有限公司成立，标志着我国卫星互联网领域也将进入快速增长期。长期以来，卫星通信中的高功率放大器主要采用电真空器件，用于卫星通信领域的空间行波管是各类卫星上有效载荷的核心部件。公司正在推进低轨通信卫星领域的开发和业务布局，目前公司在空间行波管的研发方面已经取得了阶段性成果。随着卫星市场的需求上升，预计未来 5 年我国对空间行波管的需求将大幅增加，公司微波电真空器件业务有望成为新的业务增长点。

■ **开拓民用真空检测仪，有望实现国产替代：**目前国内易燃易爆流体储运行业使用的真空监测仪表大部分产品是进口的美国哈斯汀公司产品，产品的供应稳定性较差。2018 年，公司牵头承担了国家科技部重点研发项目—宽量程小体积可远传真空监测仪表研制及应用示范。公司研制的真空检测仪器满足真空绝热低温容器夹层真空度检测需求，并且是国内唯一通过国家危化品储运装备技术与信息化工作委员会鉴定和国家防爆所防爆认证的产品，综合性能达到国内领先、国际先进水平，并已经实现批量交付，未来有望大规模替换进口产品。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.7、4.3、6.1 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 61、39 和 27 倍，继续给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**卫星互联网进展不及预期的风险；核工业产品订单及利润率下滑的风险。

8.18. 火炬电子：2022H1 公司收入因疫情原因有所影响，提质增效促进净利率提升

■ **事件：**公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司实现营业收入 19.60 亿元，同比下降 18.73%，归母净利润 4.96 亿元，同比下降 9.85%，扣非后归母净利润 4.84 亿元，同比下降 10.63%。

■ 点评：

2022H1 公司收入因疫情原因有所影响，提质增效促进净利率提升。公司是我国军用 MLCC 领先企业，并已连续 10 年荣登中国电子元件企业经济指标综合排序百强榜单（原中国电子元件百强企业）。2022H1 公司实现营业收入 19.60 亿元，同比下降 18.73%，归母净利润 4.96 亿元，同比下降 9.85%。受疫情以及经济发展疲弱影响，公司收入与业绩出现下滑。公司自产业务通过提质增效，优化产品结构，有效降低了成本，因此公司综合毛利率（43.29%，同比+6.87pcts）与净利率（25.94%，同比+2.56pcts）同比提升。

自产元器件板块实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 5.42%，占比 43.37%。受益于军用电子、新能源及新兴产业等下游市场需求量的提升，公司自产元器件整体保持增长。根据前瞻产业研究院数据，我国特种 MLCC 市场规模从 2016 年的 21 亿元快速增长到 2021 年的 36 亿元，年均复合增速达 11.4%，预计我国特种 MLCC 市场有望在 2024 年达到 51 亿元，年均复合增速 12.3%。我们认为在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备的数量和单位装备价值量有望进一步提升，电容器作为信息化装备的基础元件，需求量将维持较高水平，推动公司业绩增厚。

国际贸易板块实现营业收入 10.62 亿元，同比下降 31.34%，占比 54.19%。公司国际贸易下游主要集中于通讯产品、数码产品、汽车电子、安防、工业类电子等领域，由于经济发展疲弱及疫情的影响，收入有所下滑。随着三季度疫情好转，我们认为板块收入也有望出现环比好转。

新材料板块实现营业收入 8.50 亿元，同比下降 34.10%，占比 1.90%。公司是国内少数具备陶瓷材料规模化生产能力的企业之一，产品性能、产能已具备稳定供货能力。我们认为公司陶瓷材料具备技术稀缺性，在市场应用逐步拓宽后将进入放量阶段，未来收入规模有望扩大。

公司原材料、在产品增长，备货自产业务。2022H1，公司合同负债 0.04 亿元，同比增长 52.54%。同时，公司存货 12.07 亿元，较期初增长 6.90%。其中原材料 2.49 亿元，较期初增长 5.61%，在产品 1.45 亿元，较期初增长 27.75%，公司备货自产业务。公司三费费率为 8.67%，同比增加 2.51pcts。其中销售费用 0.56 亿元，同比下降 3.72%，主要由于销售机构经费和业务宣传费减少所致；管理费用 0.97 亿元，同比增长 21.18%，主要由于人员薪酬上涨、新增资产折旧摊销以及股份支付所致；财务费用 0.17 亿元，同比增长 62.43%，主要由于本期借款利息增加所致。另外，由于公司收到政府补助增加以及采购付现较同期减少，经营活动产生的现金流量净额（5.18 亿元）同比增长 35.11%。

公司通过产业整合与投资，拓展国际业务。公司二级全资子公司雷度国际以 850 万美元收购

新加坡 Maxmega Electronics PTE LTD 74% 的股权,并于 2022 年 7 月 28 日完成股份交割。Maxmega 专业从事特种无源电子元件和半导体产品的销售和分销,东南亚市场分销经验丰富。本次收购有利于公司在东南亚开拓电子元器件市场,通过产业整合和资本合作,对进一步拓展国际业务具有重要意义。另外,为进一步推进公司战略目标及产业布局规划,雷度国际拟通过二级市场择机追加购买日本显示公司(JDI)股权,截止报告期末,雷度国际合计持有 JDI 股份数为 384.50 万股,持股比例未超过 1%。

公司拟分拆控股子公司广州天极在科创板独立上市,增强子公司综合竞争力。火炬电子目前持有广州天极 51.58% 的股权。广州天极拥有自主可控的陶瓷介质材料制备技术和半导体薄膜工艺,是国内少数实现从陶瓷、薄膜等介质材料制备到微波无源元器件生产全过程的企业之一。其核心产品之一微波芯片电容及介质制备技术“晶界层介质基片”达到国内领先水平,部分成果达到国际先进水平。广州天极产品广泛应用于军用雷达、电子对抗、制导、卫星通信等国防军工(含航空航天)领域以及 5G 通信、光通信等民用领域。2022H1,广州天极实现营业收入(1.01 亿元,同比+25.86%),净利润(0.31 亿元,同比+13.38%)。我们认为本次分拆上市有助于广州天极依托科创板平台进行独立融资,促进微波无源元器件的发展,进一步增强盈利能力和综合竞争力。

■ **投资建议:** 公司作为国内高可靠 MLCC 主要的生产厂家之一,且为首批通过宇航级产品认证的企业,承担过多项国家军工科研任务,已与多数军工企事业单位等建立了良好的合作关系。我们认为“十四五”期间军工行业下游需求上升明确,在我国军工信息化不断发展的战略下,信息化装备数量和单位装备价值量有望进一步提升,电容器作为信息化装备的基础元件,行业增长确定性较强。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 11.8、13.8、15.9 亿元,对应估值分别为 16.8X、14.3X、12.4X。维持“买入-A”评级。

■ **风险提示:** MLCC 价格下降,下游民品市场需求变动风险

8.19. 鸿远电子: 2022H1 研发投入增加,代理业务进一步提升核心客户市场份额

■ **事件:** 公司发布 2022 年半年报,2022H1 公司实现营业收入 13.92 亿元,同比增长 11.26%,归母净利润 4.86 亿元,同比增长 6.90%,扣非后归母净利润 4.81 亿元,同比增长 7.29%。

■ **点评:**

公司是中国电子元件百强企业。公司深耕电子元器件多年,并已连续九年入围中国电子元件企业经济指标综合排序前 100 名(原中国电子元件百强企业)并获得历年最高排名(第 31 名),且被评为“北京市专精特新中小企业”及“北京市专精特新‘小巨人’企业”。公司加速推进北京、苏州、成都三大基地整体布局的实施进程,进一步加大产业化能力建设投入,巩固提升关键和重点领域的配套能力。

公司代理业务加强与核心客户的合作,增速高于自产业务。2022H1 公司实现营业收入 13.92 亿元,同比增长 11.26%,2022 年二季度单季实现营业收入 6.89 亿元,同比增长 4.63%。公司布局自产和代理两大业务板块,2022H1 公司**自产业务**在国内疫情反复及高基数背景下保持增长,实现营业收入 8.24 亿元,同比增长 8.85%,其中瓷介电容器依然是公司的核心产品,收入占比维持高位,滤波器由于订单交付延期影响,收入与上年同期基本持平。公司**代理业务**收入增长高于自产业务,实现营业收入 5.64 亿元,同比增长 14.48%,其中前五大客户销售收入增长 27.79%,高于代理业务整体收入增速。公司**代理业务持续加强与核心客户的合作,进一步提升在核心客户中的市场份额,且公司下游客户市场景气度较高,助推公司收入提升。**

公司加强研发投入,推动高可靠、民用双领域可持续发展。2022H1 公司实现归母净利润 4.86

亿元，同比增长 6.90%，2022 年二季度单季实现归母净利润 2.27 亿元，同比下降 4.00%。公司归母净利润增速低于营收增速，ROE（12.99%，摊薄）同比下降 2.55pcts，我们认为或因为：1）公司自产业务占比下降（占比 59.27%，同比下降 1.32pcts）；2）自产业务中毛利率较高的瓷介电容器占比下降（占比 59.27%，同比下降 1.47pcts）；3）公司三费费用率（0.33%，同比增加 0.46pcts）提升，且研发费用大幅增加。2022H1，公司研发投入为 4,980.19 万元，同比增长 103.74%。在高可靠领域，公司脉冲多层片式瓷介电容器已完成开发，具备量产能力，小型贴片滤波器已实现批量供货，同时公司不断加快和深化滤波器产品的系列化、定制化。在民用领域，公司围绕射频微波类电容器进行研发投入，大功率射频微波瓷介电容器可实现批量供货，车规级多层瓷介电容器的研发与认证工作正在按照原定计划顺利推进。在材料领域，公司两款瓷介电容器用瓷料已完成研制。我们认为公司产品系列化和领域的多元化发展将带动公司业绩增厚，同时公司持续开展上游关键材料的研发，有助于提升自主保障能力。

公司存货上升，现金流好转。2022H1 公司存货 5.77 亿元，同比上升 111.45%，其中原材料 2.06 亿元，同比增长 109.27%，占比 35.77%；库存商品 3.29 亿元，同比增长 125.32%，占比 56.96%。我们认为公司自产业务占主要比重（59.27%），其下游客户主要为军工集团，采取以销定产的模式，同时代理业务下游处于较高景气度，公司在备货的同时，存货商品将兑现至利润表。公司经营活动产生的现金流量净额为 0.67 亿元，相比去年同期由负转正，出现好转。

投资建议：①客户粘性较强，行业地位稳固。军用电子元器件对产品的性能、可靠性以及供货有着更高或更特殊的要求，行业集中度较高，竞争格局较为稳定。我们认为随着我国国防事业的发展，装备现代化进程加快，装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，高性能、高品质的 MLCC 作为基础单元需求将被不断释放。公司作为国内高可靠 MLCC 主要的生产厂家之一，已与多数军工企事业单位等建立了良好的合作关系，客户粘性较强。

②公司积极推进北京、苏州、成都、合肥科研生产基地的发展布局。北京基地目前正在加快新产品研发及核心产品的系列化、产业化发展；苏州基地已完成全部设备的调试，核心产品进入量产爬坡阶段。我们认为产能的扩充与布局将进一步增厚公司业绩。

③公司 2021 年已实施第一期股权激励，激发内在活力，推动公司可持续发展。

我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 10.8、13.6、16.4 亿元，对应估值分别为 28.0X、22.4X、18.6X。维持“买入-A”评级。

风险提示：MLCC 价格下降，下游民品市场需求变动风险。

8.20. 振芯科技：集成电路持续高增长，北斗三代有望逐步放量

事件：公司公布 2022 年半年报。2022H1，公司实现营收 5.00 亿元，同比增长 38.87%，实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 105.09%。2022Q2，公司实现营收 2.99 亿元，同比增长 57.34%，实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 128.16%。

点评：集成电路营收持续高增长，是公司业绩成长主要动力。公司集成电路产品主要以处理模拟和数字信号的数模混合产品为主，产品生命周期较长，行业技术壁垒较高，具有高投入、高成本、重技术人才经验的特点，因此，行业竞争格局相对稳定。受益于集成电路行业市场需求增长，公司在保障技术水平不断提升的同时加大新产品推出速度及市场开拓力度，上半年公司集成电路业务实现营收 2.62 亿元，同期增长 77.45%，显著高于公司整体营收增长速度。我们认为，随着装备信息化水平的不断提高，数模集成电路产品需求将保持增长，公司的数模集成电路产品将持续推动公司业绩增长。

研发投入已见成效，规模效应显著提升，期间费用率进一步下降。前期，公司为了开发集

成电路产品，在研发投入方面投入庞大，目前诸多产品已经实现量产，研发投入占比逐步减小。公司营收规模持续增长，规模效应显著提升，管理费用、销售费用占比显著降低。报告期内，公司期间费用率为 25.63%，同比减少 7.11pct，其中管理费用、销售费用、财务费用、研发费用占比分别为 12.16%、5.28%、0.5、7.69%，同比变化分别为-0.76pct、-1.23pct、+0.05pct、-5.18pct，研发费用降幅最为明显。我们认为，随着公司产品不断放量，营收规模持续增长，公司期间费用率仍有下降空间。

■**北斗三代组网完成，有望助力公司打开成长空间。**公司深耕北斗行业多年，相关产品覆盖北斗卫星导航“元器件—终端—系统应用”全产业链条，从北斗一号到北斗三号保持了较强的产品技术优势和新产品研制能力，是国内北斗导航领域龙头企业之一。2012 年北斗二代组网完成后，2013-2015 年公司北斗产品复合增长率达到 50% 以上，受北斗组网带动作用十分显著。随着 2020 年北斗三号卫星导航系统全球组网完成，我国卫星导航与位置服务产业整体发展和产值增速明显，根据中国卫星导航定位协会《白皮书》显示，2020 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达 4,033 亿元人民币，2014-2020 年产值复合增速约为 20.11%。我们认为，北斗三代组网完成后，公司地面终端设备有望迎来快速增长，未来公司北斗产品有望助力公司业绩打开成长空间。

■**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.1、4.9、7.0 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 48、31 和 21 倍，继续给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**公司集成电路产品交付不及预期的风险；国内北斗三代导航进展不及预期的风险。

8.21. 智明达：2022 上半年收入持续高增，积极备产迎接未来需求

■**事件：**8 月 18 日，公司发布 2022 年半年报，实现营业收入 2.71 亿元，同比增长 54.66%，归母净利润 4,959.11 万元，同比增长 8.43%，剔除股份支付影响归母净利润 6,228.35 万元，同比增长 36.18%。

■**点评：**

积极交付带动营收高增，股份支付稍缓表现净利。

收入端：公司 2022 年上半年实现营业收入 2.71 亿元，同比增长 54.66%，主要系报告期内交付订单数量增幅较大，收入规模持续增长。上半年毛利率为 54.60%，同比下降 8.48pct，结合公司上市至今的产品结构变化趋势及收入端较高增速，我们分析或为毛利率较低产品的交付占比持续提升所致。

费用端：剔除股权激励费用影响，销售费用同比减少 16.53%，管理费用同比增长 7.38%，研发费用同比增长 25.62%，主要系下游客户需求增长迅猛，公司需持续加大研发投入以满足项目需求。

利润端：公司 2022 年上半年实现归属母公司股东的净利润 4,959.11 万元，同比增长 8.43%。归母净利润增速低于营业收入增长，主要系 2022 年上半年公司承担因股权激励产生的费用 1,493.18 万元，若剔除股份支付费用影响，则 22H1 公司实现归母净利润 6,228.35 万元，同比增长 36.18%。

■**单季度收入达历史次高位，股份支付费用影响减弱。**公司 22Q2 实现收入 1.70 亿元，同比增长 40.43%，达到历史单季度收入次高位水平，且仍维持较高增速；单季归母净利润 4,078.10 万元，同比增长 12.32%。报告期内，由于 5 名激励对象离职，公司作废其已获授但尚未归属

的 2.32 股第二类限制性股票（占 2021 年激励计划的 9.54%），22Q2 单季度股份支付与 Q1 费用补差后环比降低 349.24 万元至 571.97 万元，若剔除股份支付费用影响，则 22Q2 公司实现归母净利润 4,650.07 万元，较上年同期增加 25.71%。

■**在手订单及项目持续高增，存货水平达历史新高。**公司报告期内获得研发新项目 125 个，较上年同期增长 28.87%，报告期末在手订单达 4.62 亿元（含口头订单），同比增长 50%，公司未来收入规模有望持续增长。截至报告期末，公司存货较 2021 年末提升 26.43%至 3.02 亿元，达历史新高，主要系销售订单增加，其中原材料及库存商品分别较期初增加 5,438.68 万元和 1478.49 万元，反映公司当前排产任务紧张，正积极备料生产，未来有望加速交付。报告期内公司经营活动产生的现金流量为负，主要系业务量上升，且按行业惯例回款主要集中在四季度，采购款及薪酬支付等经营支出增幅高于回款增幅所致。

■**技术领先持续加码，研发中心落地在即。**科研实力方面，公司拥有超二十年的技术与行业经验积累，已具备多功能、多领域应用的军用嵌入式计算机模块核心技术，具备完整的研制生产流程和产品质量控制体系。公司高度重视研发投入建设，研发人员较上年同期增加 77 人，人员增幅 32.6%，研发人员薪酬较上年同期增长 32.03%，研发薪酬合计占研发费用比例达 70.9%，报告期内截至目前，公司已通过自主研发取得专利 37 项、软件著作权 163 项，产品分布机载、弹载、舰载、车载等领域，实现下游客户全军种覆盖。募投项目方面，根据公司半年报，首发公开募集项目“研发中心技术改造项目”预计今年 10 月入住；“嵌入式计算机扩能项目”已实施新增设备购置、扩充场地，能够满足近 2 年公司产能需求，新厂房土地手续即将完成，预计 2023 年底投入使用。未来随着产能的进一步扩充，公司营收规模或将持续提升。

■**投资建议：**公司为军用嵌入式计算机细分领域龙头公司，技术积累深厚，产品定制化水平高，已实现机载、弹载、舰载、车载全覆盖，或将显著受益于型号列装上量，具备长期成长性。预计公司 2022 年-2024 年的净利润分别为 1.61、2.50、3.20 亿元，对应估值分别为 42、27、21 倍，维持‘买入-A’评级。

■**风险提示：**武器装备换装列装不及预期；军队客户需求不及预期。

8.22. 国泰集团：2022 年 H1 归母净利增加 27%，信息化与军工新材料高速增长

■**事件：**8 月 10 日，公司发布 2022 年半年报，实现营业收入 9.43 亿元，同比增长 15.93%；归母净利润 1.11 亿元，同比增长 26.75%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比增长 22.53%。

■**公司已构建民爆一体化+轨交自动化及信息化+军工新材料产业协同发展全新业务版图，着力打造多个增长引擎。**

分业务来看：

(1) **民爆一体化板块中**，报告期内公司销售工业炸药 6.40 万吨，其中混装炸药销量 2.04 万吨，工业炸药销量同比下降 12.33%，主要系部分生产点受疫情影响，原材料采购及成品运输受阻。若剔除疫情影响，公司民爆板块业绩保持稳定，且随着海外尼日利亚炸药厂运营步入正轨，民爆产业发展持续稳固。

(2) **轨交自动化及信息化板块中**，控股子公司国泰利民各类智慧党建信息化产品逐渐成熟，得到市场认可，营收增长较快，报告期内国泰利民实现营业收入 7037.11 万元（+527.15%）及净利润 1413.86 万元（+312.46%）。

(3) **军工新材料板块：**2022 年 H1，公司军工新材料业务保持良好发展态势，其中控股子公司拓泓新材大力提质扩产并提升营销能力，业绩创历史新高，报告期内实现营业收入 9537.67 万元（+73.29%）及净利润 806.52 万元（+108.59%）；控股子公司永宁科技积极开拓新市场，

成功进军国内和海外非烟花市场，报告期内实现营业收入 6257.45 万元 (+44.26%)、净利润 1046.85 万元 (+378.12%)；全资子公司新余国泰已顺利取得武器装备质量管理体系认证，且无人机火箭助推器首飞试验成功并签订试生产订单，无人靶机 14000N 推进器研制正在有序推进。

■**2022H1 销售净利率稳步增长，期间费用率不断改善。**2022H1 公司销售净利率为 13.86%，同比增加 1.25pct，主要得益于公司积极降本控费并优化管理，期间费用率较去年改善 0.7pct。2022H1 公司期间费用率为 25.66%，其中管理费用率 15.79%，同比减少 0.55pct；财务费用率为 1.53%，同比减少 0.15pct，表明公司治理取得较大成效，财务状况有所改善。

■**经营性现金流大幅提升，持续加大研发投入。**2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.85 亿元，同比增长 668.51%，主要系公司报告期内营业收入增加及收到的增值税留抵退税增加所致。公司注重研发，持续加码研发投入。2022H1 公司研发费用为 0.52 亿元，同比增长 20.37%。我们认为，随着公司不断加大研发力度，持续优化和升级产品，公司的核心竞争力有望进一步增强。

■**大力布局军工新材领域，着力打造发展新支柱。**“十四五”期间，公司在巩固民爆一体化产业基本盘的同时，重点加速军工新材料产业提质发展，以充分抓住国防军工未来长足发展机遇。其中，(1) 控股子公司澳科新材在毁伤材料方面进行了大量投入及研发，目前已成功研发出高强度钨合金、低密度高韧性钨合金、含能钨合金、易碎钨合金等十余种钨基新型毁伤材料，能够满足军方要求的“一弹多能”，应用范围广阔，小至子弹、小口径炮弹，大可至炸弹、导弹等。(2) 公司控股子公司拓泓新材生产的钽铌氧化物，经火法冶金加工后大多进入军工航天、特种合金等领域。随着 2021 年大宗商品的上涨及近期俄乌战争等地缘政治因素影响，钽铌冶金产品价格出现大幅上涨，拓泓新材的业绩呈现稳步上升态势。(3) 公司作为第一大股东的神舟智汇是一家专业从事军事模拟仿真产品研发和生产武器装备及配套设施的高科技公司，已开发研制出国际先进、国内领先水平的 MAXSIM 仿真平台，在陆海空、火箭军、战支部队以及国防工业部门等获得广泛推广应用。我们认为公司在军工领域多点布局，着力打造发展新支柱，有望实现“民爆一体化+军工新材料”产业协同发展。

■**投资建议：**公司作为江西省民爆龙头企业，积极推进产业转型升级，形成民爆一体化+轨交自动化及信息化+军工新版图，通过产业协同发展，有望加速业绩释放，增强公司核心竞争力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.5、5.0、6.9 亿元，对应估值分别为 15X、10X、8X，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**民爆原材料价格上涨；轨交订单交付不及预期；军工新材料业务发展不及预期。

8.23. 西部超导：2022 上半年归母净利润同比增长 76.27%，规模效应带动盈利能力提升

■**事件：**8月19日，公司发布2022年半年报，2022上半年公司实现收入(20.84亿元,+65.95%)，归母净利润(5.52亿元,+76.27%)；2022Q2实现收入(11.97亿元,+65.64%)，归母净利润(3.37亿元,82.43%)，业绩表现超市场预期。

■**核心产品持续上量，生产结构不断优化。**公司持续均衡调整生产纳结构以保障各项产品顺利交付，得益于高端产品市场需求旺盛，公司上半年各业务收入均取得较快增长，其中：
1) **钛材**，公司持续加强对各产品型号质量稳定性的控制，开展多项工作全面保障重点型号产品的顺利交付。受益于公司**高端钛材在航空发动机、航空装备、舰船等领域应用的进一步拓展**，上半年钛合金业务实现营业收入(16.60亿元,同比+60.41%)；我们预计，由于公司

当前仍处于产能扩张环节，二季度销售量环比或仍有提升，全年钛材交付量有望再创新高；

2) 超导产品，受益于 MRI 医疗市场需求稳定增长，超导线全球市场份额持续扩大，此外，公司积极开发超导材料和磁体技术在质子、重粒子加速器及电力领域的应用，超高速磁悬浮用超导磁体推进顺利，上半年超导线材、超导磁体共实现收入（2.50 亿，同比+37.30%）；

3) 高温合金，公司主要牌号成品率和成份稳定性得到提升，产销量同比创历史新高。此外，随着部分牌号的技术攻关取得一定突破，航空发动机及燃气轮机用高温合金材料工程化制备技术的成熟度进一步提升，典型产品向多个型号交付量不断提升，上半年高温合金业务实现收入（7,343.98 万，同比+42.19%）。

■2022H1 毛利率受原材料价格影响小幅波动，规模效应下净利率仍有提升。受行业原材料价格持续上涨的影响，公司上半年毛利率为 41.84%，同比小幅虽下滑 0.64pct，但仍处于合理波动范围，预计随着公司核心产品中结构持续优化以及生产规模逐步扩大后规模效应持续兑现，全年毛利水平有望形成企稳回升的态势；值得注意的是，在原材料价格仍处于高位的背景下，公司上半年净利率提升 1.88pct 至 26.77%，主要系收入规模提升带动期间费用率同比下降 4.16pct 至 10.66%所致。伴随公司新产能的逐步释出，毛利率及净利率或有仍有提升空间，再考虑收入规模在产能扩充下或仍将维持不断提升态势，展望 2022 全年利润端有望继续保持良好增长趋势。

单季度看，Q2 收入利润均创历史新高，规模效应持续拉动盈利能力提升。公司 21Q1-22Q2 收入分别为 5.33、7.23、8.35、8.37、8.87 及 11.97 亿元，22Q2 较去年同期提升 65.54%，较 22Q1 环比提升 34.95%，收入水平再上新台阶。参考公司锻造车间及熔炼车间在报告期内开工建设，公司建筑类在建工程大幅较期初增加 872.68%，结合此前部分采购设备已完成安装调试并实现转固，我们判断当前公司产能依旧处于扩张周期，基于此预计 22H2 收入端仍有望维上升趋势。公司 22Q2 毛利率（42.64%，同比-0.73pct，环比+1.88%）与 2021 年全年毛利率基本持平。考虑到原材料价格仍处于高位且公司成本核算方式为加权平均法，22Q2 毛利率环比提升或主要因公司核心产品结构不断优化，高附加值产品占比持续提升所致；公司 22Q2 净利润（3.37 亿元，同比+82.43%，环比+56.92%），净利率（28.19%，同比+2.61pct，环比+4.23pct），达到公司历史单季度最高净利率水平，主要系收入规模提升带动期间费用率下降所致。

■资产负债表预示未来收入高确定性，现金流下半年有望改善。公司 2022 上半年预付账款较期初增长 215.79%，主要因预付材料款增加所致；合同负债因预收货款增加较期初下降 30.09%，主要系报告期内部分合同以交付兑现并形成收入所致。同时，公司存货较期初增长 13.10%，其中在原材料及库存商品科目分别增长 13.98%及 100.35%，表明公司当前下游需求饱满，在手订单充足，结合应收账款及应收票据合计较期初增加 24.62%，预计后续完成交付及收入确认后将持续兑现至收入端；2022 上半年现金流为负主要是由于报告期期内经营规模扩大原料采购、人工支出、税费支出增加所致，下半年有望随着此前订单收入端的持续确认得到改善。

■大幅定增扩产，产能瓶颈打开助力业绩增长。公司上年募集资金总额达人民币 20.13 亿元，其中 9.7 亿元用于航空航天用高性能金属材料产业化项目，建设期为 36 个月，预计于 2024 年末投产，建成后将新增钛合金材料 5050 吨/年、高温合金 1500 吨/年；1 亿元用于高性能超导线材产业化项目，建设期为 24 个月，预计于 2023 年末投产，建成后将形成 2000 吨的 MRI 用超导线材产能。我们在多篇报告阐述当前军工行业高景气，军机换装列装加速，发动机更是航空装备产能瓶颈，公司下游需求非常旺盛，本次定增扩产有利于打开公司产能瓶颈，助力公司业绩持续增长。

■投资建议：我国高端航空钛合金龙头，核心受益军机换装列装加速、新机型钛合金用量占

比提升及新型号放量带来的市占率提升，并不断在发动机用钛合金市场打开全新增长曲线；同时公司是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一，未来随着新型号军用发动机的放量，高温合金业绩增长可期，考虑本次定增扩产打开公司产能瓶颈后将为公司后续可持续增长夯实良好基础，我们预计2022-2023年净利润为9.7及13.2亿元，对应估值为36X及27X。

■风险提示：军品订单不及预期；产能扩充不及预期

8.24. 宝钛股份：2022上半年归母净利润增长28.75%，下半年收入确定性较高

■事件：8月24日，公司发布2022年半年报，2022上半年公司实现收入(33.78亿元，+18.92%)，归母净利润(3.58亿元，+28.75%)；2022Q2实现收入(17.94亿元，+10.48%)，归母净利润(1.64亿元，-9.51%)。

■聚焦保障核心战略客户需求，2022上半年增速平稳。

伴随公司持续聚焦主业，保障核心战略客户需求，并通过产品结构优化调整不断提升公司钛材在航空、航天、舰船、兵器及深海等领域的应用比例，公司收入利润均实现稳步提升，钛材产品销量(1.61万吨，+37.40%)，其中钛材销量(1.55万吨，+69.99%)。

分季度看，公司21Q2-22Q2收入分别为16.24、17.75、6.31、15.84及17.94亿元，22Q2收入规模达到单季新高，参考22Q2毛利率及净利率分别为24.08%及11.33%，毛利率提升3.48pct但净利率仍小幅下降1.21pct，主要系二季度管理费用率及研发费用率分别提升2.69pct和1.16pct，同时二季度资产减值计提同比增加2,421.72万元，信用减值损失计提同比增加1,470.50万元所致。我们认为，考虑到公司此前通过内部技改等方式使2021年钛加工实际产能3.09万吨远超设计产能2万吨，且当前在建工程仍有多个扩产项目，预计下半年在产能逐步爬坡过程中业绩有望持续向好。

■上半年毛利率提升显著，净利率受大额计提扰动。公司毛利率提升3.16pct至24.23%，预计主要或是高附加值产品占比提升所致；而费用端2022上半年期间费用率下降0.33pct至7.64%，同时资产减值损失及信用减值损失计提分别同比增加1,969.28万和2,221.24万，致使净利率同比提升1.38pct至12.34%。

■资产负债表前瞻指标表现突出，下半年收入确定性较高。应收账款及应收票据合计达40.77亿，较期初增加23.81%，与公司收入规模增速基本匹配，有望下半年逐步兑现至收入端。公司2022上半年存货较期初小幅增长2.72%，其中期初发出商品以全部确认为收入，自制半成品则较期初大幅增长50.72%，或反映公司当前针对下游潜在订单正处于备产状态。此外，在建工程仍保持平稳增长，表明公司正持续推进募投项目建设，产能端有望得到持续扩充。我们认为，结合公司应收账款显著提升，存货中自制半成品增幅较大，且产能端具备较强扩充预期，公司下半年收入确认度较高。

■投资建议：公司作为我国军用钛合金龙头企业，将持续受益于航发及航天两大景气赛道带来的需求高增长，伴随技改推进与新产能的逐步投产，有望助推公司业绩不断上行。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.2、9.4和11.8亿元，对应估值分别为32、24和19倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：军品订单不及预期，海外业务拓展不及预期。

8.25. 中航高科：22H1 归母净利润增加 24%，航空复材业绩持续增长

■事件：2022 年 8 月 25 日，公司发布 2022 年半年报，实现收入（22.99 亿元，+18.88%），归母净利润（4.76 亿元，+24.04%）。

■全年生产任务过半，新材料业务业绩持续增长

2022H1 公司坚持聚焦主业发展，不断优化产品结构，实现“时间过半，任务过半”，收入端完成全年经营工作目标的 51.09%，利润总额完成工作目标 62.60%，其中：

1) **新材料业务**：受益于航空复合材料产品交付增长，带动新材料业务实现收入（22.69 亿元，+20.65%），归母净利润（5.06 亿元，+18.03%）。其中，子公司航空复材仍是公司主要业绩来源，报告期内实现营收（22.29 亿元，+22.51%），营收占比 97%；净利润（5.17 亿元，+20.77%），占公司归母净利润 109%。此外，2022H1 航空复材净利率为 23.20%，相较于 2021H1 的 23.53%，略下降 0.33pct，或与交付产品结构变化有关。

分季度来看，2022Q1、Q2 新材料业务营收分别为 11.34 亿元（+17.11%）及 11.35 亿元（+24.42%），或与公司配合下游客户进行均衡生产有关；Q1 及 Q2 归母净利润分别为 3.09 亿元（+18.52%）及 1.97 亿元（+16.48%），净利率分别为 27.25%及 17.36%，参考 2021 同期净利率分别为 26.92%及 18.54%，或与全年交付产品结构波动有关。此外，据公司 2021 年报指引，2022 年预计新材料业务利润总额 9.92 亿元，按上半年 5.92 亿利润总额推算，则下半年将至少完成利润总额（4 亿元，同比+13.64%），22H2 新材料业务有望继续保持增长态势。“十四五”期间航空领域重点型号加速放量，叠加新机型复材占比提升显著，公司产品预浸料位于复材制备关键环节且占据主导地位，新材料业务有望核心受益并保持稳健增长。

2) **机床装备业务**：受疫情影响，公司供应链受阻，部分需求订单不能及时响应导致产品交付下降，2022H1 实现营收 2429 万元，同比下降 56%；归母净利润-2353 万元，同比增亏 837 万元，主要是毛利同比降低 597 万元以及上年同期清理往来款项增加营业外收入 349 万元所致。航智装备正积极拓展航空专用装备与零部件加工业务，着力推动产品转型升级，公司装备业务有望实现减亏。

■**毛利率净利率同步提升，费用控制能力进一步加强**。2022H1 公司经营效率不断提升，毛利率同比提升 0.54pct 至 33.52%，或主要因航空复材业务交付增长及规模效应显现带动核心业务毛利率持续提升。此外，公司上半年净利率提升 0.79pct 至 20.64%，主要与期间费用率同比下降 1.82pct 至 10.22%有关。其中，销售费率下降 0.33pct 至 0.57%，系本期销售服务费及差旅费等减少所致；财务费率减少 0.23pct 至 0.61%，系航空复材本期贷款同比减少 3.2 亿元，利息同比减少 418 万元所致。随着公司不断优化资源配置，强化精益生产管理，全年盈利能力有望进一步增强。

■**资产负债表前瞻性指标增幅明显，现金流大幅提升**。2022H1 预付账款较期初增长 30.20%，主要系子公司航空复材预付材料款增加所致；存货中原材料、在产品亦较期初增长 53.19%及 39.64%，各前瞻性指标表明公司当前订单充足，正积极备产备货组织生产。同时，报告期内公司应收账款及应收票据合计 30.53 亿元，较期初增长 82.20%，或表明公司当前订单交付顺利，确认收入后可持续兑现业绩。此外，公司经营活动现金流净额达 2.39 亿元，同比增长 426.52%，主要系报告期内子公司航空复材收到政府补助款 1.5 亿元，利用票据结算以及款项未到账期导致购买商品支出金额同比减少 1.78 亿元所致。

■卡位优势明显，处于复材产业链中游关键环节预浸料，并在军航领域占据主导地位

子公司航空复材处于航空复合材料产业链中游预浸料的关键环节，并占据主导位置，依托复

合材料的设计性、多年的树脂体系积累及集团渠道关系构建了深厚的壁垒，其 2016-2021 年利润复合增速为 37.10%。目前以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新机型逐步量产，其复合材料占比较原有机型均有较大程度的提高(根据知网,国外先进战机复合材料占比30%甚至更高、先进直升机复合材料占比近 50%)，势必带动对复合材料需求量的提升，且新机型的附加值较高，因此预计未来 2-3 年随着新机型量产交付，复合材料需求及价值量将有较大提升，成长性突出。

■**投资建议：**公司在复合材料产业链关键环节处于主导地位，直接受益于以 20 为代表的新机型放量，成长性突出，且控股股东航空工业作为国有投资改革试点，关注后续变化。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.0、10.4 及 13.8 亿元，对应估值分别为 41、32 及 24 倍，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**军品订单不及预期；民品领域拓展不及预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A—正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B—较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034