

谨慎推荐（维持）

中报业绩基本符合预期，行业景气度维持高位

风险评级：中风险

国防军工行业 2022 年中报综述

2022 年 9 月 8 日

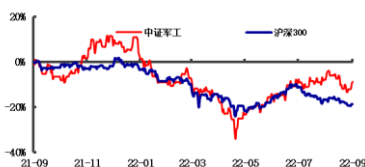
投资要点：

分析师：吕子炜  
SAC 执业证书编号：  
S0340522040001  
电话：0769-23320059  
邮箱：lvziwei@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

航天装备	推荐
航空装备	推荐
地面兵装	推荐
航海装备	中性
军工电子	推荐

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- **军工板块2022年上半年业绩增速下滑。**2022年上半年，军工行业112家上市公司（以下简称军工行业）实现营业收入2,237.07亿元，同比增长8.35%；实现归母净利润176.45亿元，同比增长4.62%，军工行业上半年受疫情以及原材料价格大幅上涨影响，业绩增速放缓。分季度来看，军工行业22Q2实现营业收入1,273.72亿元，同比增长4.38%，实现归母净利润100.60亿元，同比下降0.84%。
- **合同负债依旧维持高位，行业订单数量充足。**截止2020年6月30日，军工行业应收账款1991.32亿元，同比增长20.89%，行业待回款规模增速较快，由于军工企业客户多为军方，出现坏账风险概率较小，预计与行业下游议价能力提升有关；存货为2510.62亿元，同比增长8.66%；由于会计准则的调整，我们将预收账款和合同负债加总统计，预收账款+合同负债为1896.46亿元，同比增长0.14%。
- **期间费率逐年递减，研发投入不断提升。**2022年上半年，行业期间费用率为7.01%，相较2021年同期-0.63pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.62%、6.34%、-0.95%，较2021年同期分别-0.14pct、+0.09%pct、-0.58pct，销售费用率和财务费用率保持下降趋势，管理费用率微增主要是用人成本增加所致。研发费用率为6.86%，较2021年同期+1.03pcts，保持稳定增长。
- **投资建议：**军工行业2022年中报业绩基本符合预期，子板块中航天装备板块业绩及合同负债实现大幅增长；航空装备和航海装备板块合同负债维持高位，两板块高景气依旧。中长期看，面对大国间竞争带来的不确定性，各国都纷纷开始加强自身军备或上调国防预算，新一轮军备竞赛有愈演愈烈趋势，预计国内与国外的采购订单都会大幅增加。看好行业“十四五”期间装备更新换代需求下的高景气；从使用量角度，实战训练次数提升下教练机损耗增加和导弹补库存，看好航空产业链以及高消耗品导弹产业链，商用方面，看好国产大飞机后续订单情况。另一方面，看好航天技术成果向商业应用的转移转化下，看好航天产业服务和北斗产业链发展。可适度关注新一轮航运船只更新换代，以及俄乌冲突下导致的油气运输船只供不应求情况。建议重点关注：中航西飞（000768.SZ）、航发动力（600893.SH）、中航机电（002013.SZ）、中国船舶（600150.SH）、紫光国微（002049）、中航高科（600862.SH）、钢研高纳（300034.SZ）。
- **风险提示。**由于市场需求下降导致的新增订单数量不及预期；研发成本过高导致的企业业绩低于预期；俄乌战争风险导致的上游材料涨价。

## 目 录

1. 军工行业业绩综述 .....	3
2. 细分板块情况 .....	6
2.1 航天装备和地面兵装板块业绩快速增长 .....	6
2.2 上半年盈利能力变化不大 .....	6
2.3 存货规模持续增长，合同负债维持高位 .....	7
3. 2022 年上半年重点标的业绩数据较好 .....	7
4. 投资建议 .....	8
5. 风险提示 .....	9

## 插图目录

图 1：军工行业近五年中报营收及增速（亿元，%） .....	3
图 2：军工行业近五年中报归母净利润及增速（亿元，%） .....	3
图 3：军工行业近五年二季度营收及增速（亿元，%） .....	3
图 4：军工行业近五年二季度归母净利润及增速（亿元，%） .....	3
图 5：军工行业近五年中报毛利率、净利率（%） .....	4
图 6：军工行业近五年二季度毛利率、净利率（%） .....	4
图 7：军工行业近五年中报总资产及增速（亿元，%） .....	4
图 8：军工行业近五年中报资产负债率（%） .....	4
图 9：军工行业近五年中报资产负债情况（亿元） .....	4
图 10：军工行业近五年中报资产负债变动（%） .....	4
图 11：军工行业近五年中报期间费用率情况 .....	5

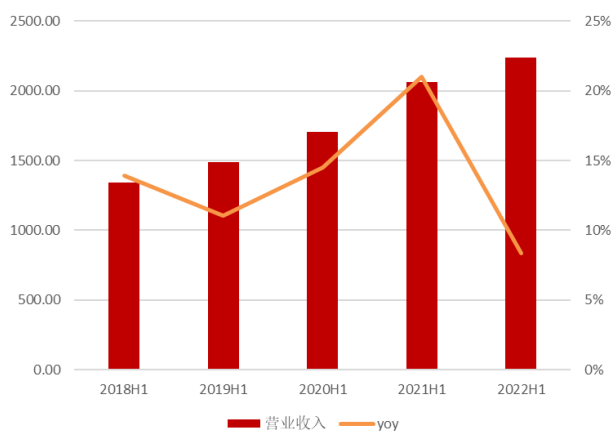
## 表格目录

表 1：军工行业各子板块业绩情况（亿元，%） .....	6
表 2：军工行业各子板块盈利能力情况（%，pct） .....	6
表 3：军工行业各子板块存货与合同负债情况（亿元，%） .....	7
表 4：2022 年上半年军工行业重点标的业绩（亿元，%） .....	7
表 5：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2022 年 9 月 7 日） .....	8

## 1. 军工行业业绩综述

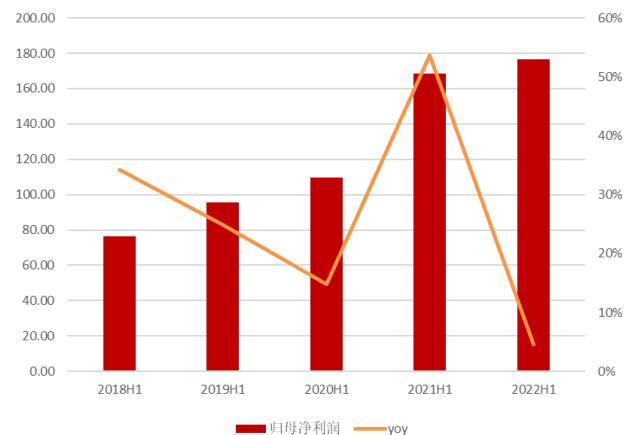
军工板块 2022 年上半年业绩增速下滑。截至 8 月 31 日，军工行业上市公司均已发布 2022 年中报，以 SW（2021）行业分类筛选出军工行业 112 家上市公司作为样本，用整体法进行分析。2022 年上半年，军工行业 112 家上市公司（以下简称军工行业）实现营业收入 2,237.07 亿元，同比增长 8.35%；实现归母净利润 176.45 亿元，同比增长 4.62%，军工行业上半年受疫情以及原材料价格大幅上涨影响，业绩增速放缓。分季度来看，军工行业 22Q2 实现营业收入 1,273.72 亿元，同比增长 4.38%，实现归母净利润 100.60 亿元，同比下降 0.84%。

图1：军工行业近五年中报营收及增速（亿元，%）



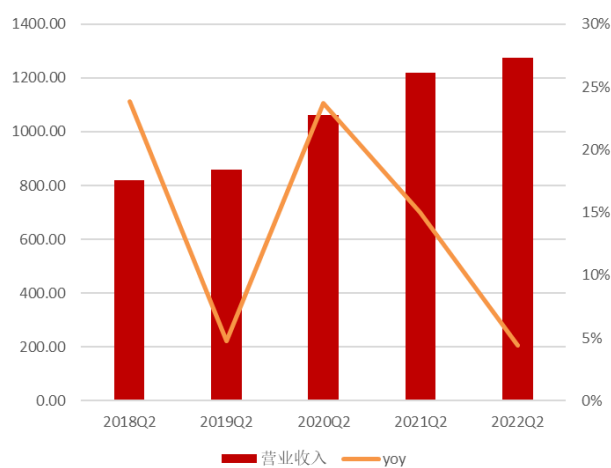
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图2：军工行业近五年中报归母净利润及增速（亿元，%）



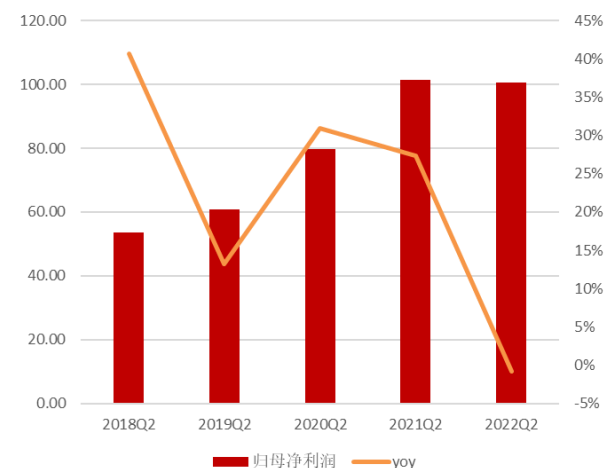
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图3：军工行业近五年二季度营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图4：军工行业近五年二季度归母净利润及增速（亿元，%）

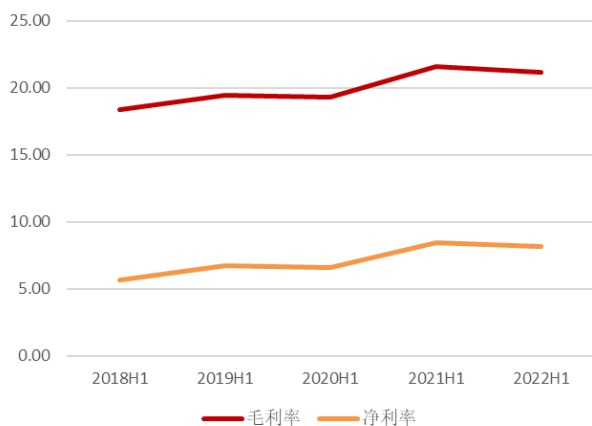


资料来源：Wind，东莞证券研究所

盈利能力方面，军工行业 2022 年上半年度销售毛利率为 21.14%，比上年同期下降 0.41 个百分点，销售净利率为 8.14%，相比上年下降 0.29 个百分点；分季度来看，军工行业 22Q2 销售毛利率为 20.40%，相比上年同期下降 0.64 个百分点，销售净利率为 8.17%，

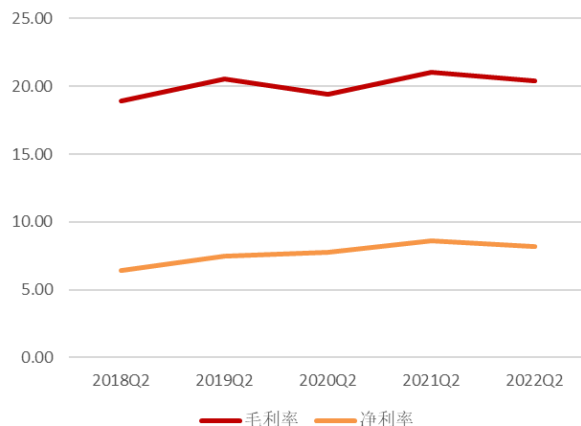
相比上年同期下降 0.44 个百分点。受疫情以及上游原材料大幅涨价影响，2022 年上半年军工行业毛利率、净利率出现了下滑迹象，盈利能力有所下降，但是在全球加息影响下，上游大宗商品价格已出现大幅下跌，预计下半年军工行业盈利能力将有所提升。

图5：军工行业近五年中报毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

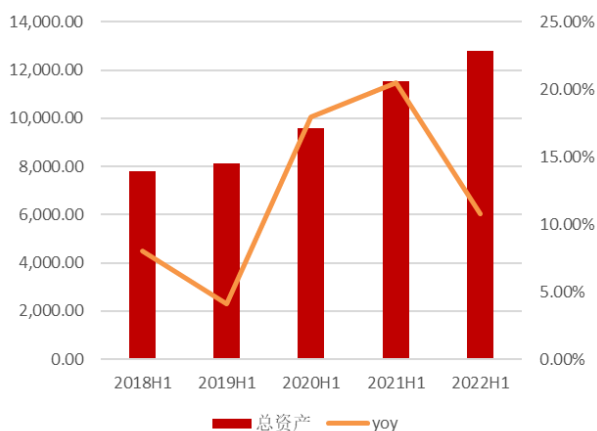
图6：军工行业近五年二季度毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

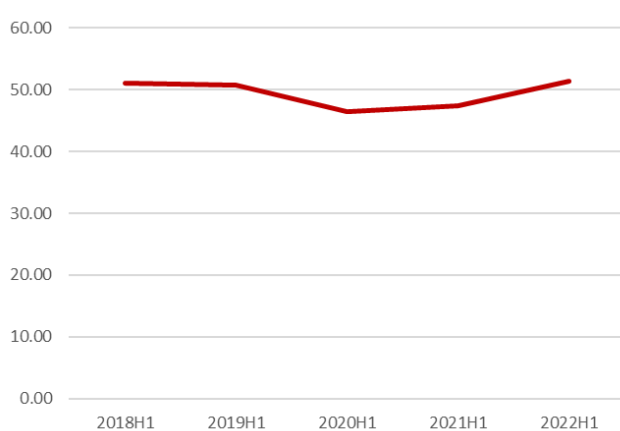
资产负债方面，截止 2020 年 6 月 30 日，军工行业总资产为 12,786.65 亿元，同比增长 10.79%；资产负债率为 51.38%，较去年同期+ 4.00pct。截止 2020 年 6 月 30 日，军工行业应收账款 1991.32 亿元，同比增长 20.89%，行业待回款规模增速较快，由于军工企业客户多为军方，出现坏账风险概率较小，预计与行业下游议价能力提升有关；存货为 2510.62 亿元，同比增长 8.66%；由于会计准则的调整，我们将预收账款和合同负债加总统计，预收账款+合同负债为 1896.46 亿元，同比增长 0.14%。行业正式进入放量期，存货规模开始快速提升，下游需求旺盛；同时，合同负债依旧维持高位，行业订单数量充足，行业景气度向好没有改变。

图7：军工行业近五年中报总资产及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

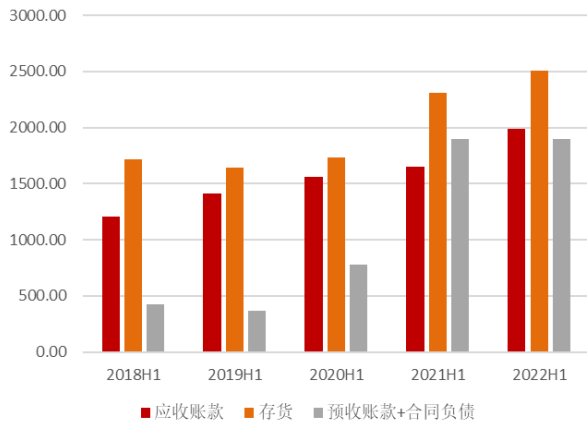
图8：军工行业近五年中报资产负债率（%）



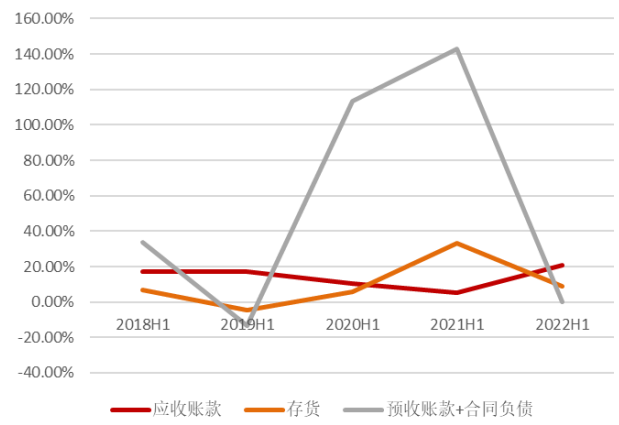
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图9：军工行业近五年中报资产负债情况（亿元）

图10：军工行业近五年中报资产负债变动（%）



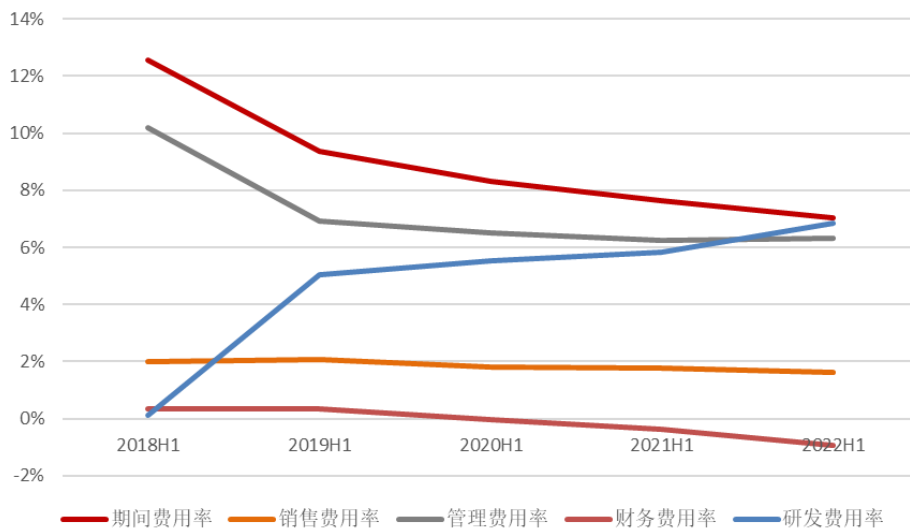
资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

期间费率逐年递减，研发投入不断提升。2022 年上半年，行业期间费用率为 7.01%，相较 2021 年同期-0.63pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.62%、6.34%、-0.95%，较 2021 年同期分别-0.14pct、+0.09%pct、-0.58pct，销售费用率和财务费用率保持下降趋势，管理费用率微增主要是用人成本增加所致。研发费用率为 6.86%，较 2021 年同期+1.03pcts，保持稳定增长。军工行业在收入快速增长下期间费用率仍保持下降趋势，经营能力稳步提升；研发费用的不断投入有助于行业提升研发与创新能力。

图11：军工行业近五年中报期间费用率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

综上所述，2022 年上半年，受益于装备更新换代进入放量期，军工行业维持高景气，业绩基本符合预期。2022 年上半年，军工行业营收与归母净利润增速下滑，主要受疫情影响，部分军工企业开工受阻，以及上游原材料大幅涨价下，部分军工企业成本增加导致。在此情况下，军工行业成本费用仍然得到有效控制，销售费用率、财务费用率保持下降趋势，行业整体经营能力稳步提升。

## 2. 细分板块情况

按样本分类，我们将军工板块分为航空装备板块（41 家）、航天装备板块（6 家）、地面兵装板块（9 家）、船舶制造板块（10 家）、军工电子板块（46 家），使用整体法分析。

### 2.1 航天装备和地面兵装板块业绩快速增长

**营收方面**，2022 年上半年航天装备、航空装备、地面兵装、军工电子板块营业收入实现正增长，其中，航天装备、航空装备、地面兵装增长速度达到两位数，分别为 18.47%、18.64%、13.82%。分季度看，2022Q2 航天装备、航空装备、地面兵装板块营收实现正增长，其中航天装备、航空装备增速达到两位数。

**从利润端看**，2022 年上半年航天装备、航空装备、地面兵装、军工电子板块归母净利润实现正增长，增速分别为 15.99%、14.28%、36.61%、0.91%。分季度看，2021Q3 航天装备、航空装备、地面兵装板块归母净利润实现正增长，其中，地面兵装板块增速最快，达 33.75%，航天装备板块次之，达 23.46%。

表1：军工行业各子板块业绩情况（亿元，%）

	2022H1				2022Q2			
	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	营业收入	yoy	归母净利润	yoy
航天装备	142.01	18.47%	10.21	15.99%	81.88	20.76%	6.39	23.46%
航空装备	1,041.08	18.64%	80.53	14.28%	621.02	18.31%	47.98	4.43%
地面兵装	147.39	13.82%	13.15	36.61%	89.90	9.81%	8.35	33.75%
航海装备	442.79	-8.87%	-1.11	-116.42%	230.71	-20.78%	-2.41	-181.90%
军工电子	463.80	2.64%	73.67	0.91%	250.22	-1.64%	40.29	-2.09%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 2.2 上半年盈利能力变化不大

2022 年上半年航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售毛利率分别为 19.44%（-2.07pct）、18.40%（-0.44pct）、18.71%（+0.58pct）、8.90%（-1.75pct）、40.36%（+0.37pct），其中，销售毛利率最高的是军工电子板块。分季度看，2022Q2 航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售毛利率分别为 18.68%（-1.79pct）、17.63%（-0.70pct）、17.77%（+0.27pct）、8.61%（-2.15pct）、39.77%（-0.09pct）。

2022 年上半年航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售净利率分别为 8.26%（-0.19pct）、8.14%（-0.41pct）、9.07%（+1.45pcts）、-0.25%（-1.08pct）、16.77%（-0.24pct），其中，销售净利率最高的是军工电子板块，正向同比变动最大的是地面兵装板块。分季度看，2022Q2 航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售净利率分别为 8.95%（+0.19pct）、8.09%（-1.12pct）、9.49%（+1.67pcts）、-0.80%（-1.22pct）、16.80%（-0.31pct），其中，地面兵装板块单季销售净利率同比上升幅度最大。

表2：军工行业各子板块盈利能力情况（%，pct）

	2022H1				2022Q2			
	毛利率	同比变动	净利率	同比变动	毛利率	同比变动	净利率	同比变动



航天装备	19.44%	-2.07	8.26%	-0.19	18.68%	-1.79	8.95%	0.19
航空装备	18.40%	-0.44	8.14%	-0.41	17.63%	-0.70	8.09%	-1.12
地面兵装	18.71%	0.58	9.07%	1.45	17.77%	0.27	9.49%	1.67
航海装备	8.90%	-1.75	-0.25%	-1.08	8.61%	-2.15	-0.80%	-1.22
军工电子	40.36%	0.37	16.77%	-0.24	39.77%	-0.09	16.80%	-0.31

资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 2.3 存货规模持续增长，合同负债维持高位

**存货方面：**2022 年上半年军工行业 5 个子板块中航空装备、地面兵装、军工电子板块库存规模较去年同期实现两位数的正增长，相关产业需求强劲，主动补库存意愿强；其中，航空装备和地面兵装板块增速最快，分别为 12.20%和 18.66%。

**合同负债方面：**2022 年上半年航天装备、航海装备、军工电子板块合同负债规模较去年同期实现正增长，其中，航天装备板块增速最快，达 12.83%。航空装备、航海装备板块合同负债规模依旧维持高位，相关板块长期高景气得到验证。

表3：军工行业各子板块存货与合同负债情况（亿元，%）

	2021 年				2022H1			
	存货	yoy	合同负债	yoy	存货	yoy	合同负债	yoy
航天装备	76.13	2.40%	53.49	72.79%	83.60	-6.14%	44.29	12.83%
航空装备	173.69	22.55%	820.79	728.68%	187.51	12.20%	823.03	-1.95%
地面兵装	390.57	26.99%	139.11	109.89%	425.08	18.66%	83.10	-34.10%
航海装备	638.84	2.53%	827.77	55.95%	680.53	2.09%	870.29	8.22%
军工电子	1,025.99	12.34%	84.94	103.17%	1,133.91	10.13%	72.67	8.99%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3. 2022 年上半年重点标的业绩数据较好

2022 年上半年，重点公司业绩表现较好，多数公司业绩保持快速增长，部分企业由于原材料涨价导致增速下滑。重点关注标的公司中营收增速前三名是西部超导（+65.95%）、航发动力（+46.83%）、钢研高纳（+37.53%）。归母净利润方面，增速前三名是振华科技（+146.98%）、中航重机（+107.44%）、西部超导（+76.27%）。盈利能力方面，销售毛利率前三名是紫光国微（65.77%，+8.75pcts）、振华科技（62.14%，+5.50pcts）、西部超导（41.84%，-0.64pct）。合同负债方面，较期初变动幅度前三的是中航高科（+715.43%）、中航西飞（+496.99%）、振华科技（+137.11%）。“三家主机厂+一家船舶”景气度维持高位。

表4：2022年上半年军工行业重点标的业绩（亿元，%）

公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	毛利率	同比变动	合同负债	YOY
中航沈飞	198.12	24.47%	11.19	17.84%	9.73%	-0.08%	206.07	-45.39%
中航西飞	191.20	27.04%	4.83	43.79%	7.35%	0.90%	264.43	496.99%
航天彩虹	14.66	37.03%	0.72	15.64%	16.52%	-10.19%	0.12	-84.45%
航发动力	148.06	46.83%	6.51	41.21%	11.68%	-5.85%	197.08	-20.61%
航发控制	25.48	25.87%	4.08	37.58%	32.84%	-2.79%	8.14	-8.98%

中航重机	50.77	14.57%	5.60	107.44%	28.74%	1.19%	5.33	-14.74%
中航高科	22.99	18.88%	4.76	24.04%	33.52%	0.54%	6.67	715.43%
抚顺特钢	38.15	1.24%	1.83	-57.50%	14.86%	-5.66%	3.66	22.67%
西部超导	20.84	65.95%	5.52	76.27%	41.84%	-0.64%	1.87	-3.53%
钢研高纳	11.41	37.53%	1.25	-29.22%	27.81%	-4.54%	1.06	58.91%
中航光电	81.91	22.93%	15.09	35.45%	37.55%	-1.26%	7.95	108.36%
中航机电	84.99	8.10%	6.68	26.31%	23.01%	2.75%	24.19	9.13%
紫光国微	29.05	26.72%	11.98	36.81%	65.77%	8.75%	4.00	110.81%
振华科技	38.36	36.18%	12.73	146.98%	62.14%	5.50%	1.53	137.11%
中国船舶	239.75	-11.54%	1.96	-24.66%	8.62%	-1.63%	494.07	8.10%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 4. 投资建议

军工行业 2022 年中报业绩基本符合预期，子板块中航天装备板块业绩及合同负债实现大幅增长；航空装备和航海装备板块合同负债维持高位，两板块高景气依旧。部分总装厂上半年业绩实现较快增长，中下游企业景气度依旧，部分上游企业受原材料上涨影响业绩出现下滑。

中长期看，面对大国间竞争带来的不确定性，各国都纷纷开始加强自身军备或上调国防预算，新一轮军备竞赛有愈演愈烈趋势，预计国内与国外的采购订单都会大幅增加。看好行业“十四五”期间装备更新换代需求下的高景气；从使用量角度，实战训练次数提升下教练机损耗增加和导弹补库存，看好航空产业链以及高消耗品导弹产业链，商用方面，看好国产大飞机后续订单情况。另一方面，看好航天技术成果向商业应用的转移转化下，看好航天产业服务和北斗产业链发展。可适度关注新一轮航运船只更新换代，以及俄乌冲突下导致的油气运输船只供不应求情况。

### 建议重点关注：

**主机厂：**中航西飞（000768.SZ）、航发动力（600893.SH）；

**中游机电系统：**中航机电（002013.SZ）；

**船舶制造：**中国船舶（600150.SH）；

**信息化：**紫光国微（002049）；

**上游材料：**中航高科（600862.SH）、钢研高纳（300034.SZ）。

表5：重点关注标的估值及盈利预测（截至2022年9月7日）

代码	简称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
000768.SZ	中航西飞	29.99	0.36	0.37	0.50	83	81	60	推荐	维持
600893.SH	航发动力*	47.24	0.45	0.63	0.80	106	75	59	谨慎推荐	维持
600150.SH	中国船舶	27.45	0.14	0.16	0.55	191	175	49	推荐	首次
002049.SZ	紫光国微*	163.24	2.30	3.63	4.93	70.99	45.00	33.11	推荐	维持
002013.SZ	中航机电	11.33	0.37	0.40	0.49	31	28	23	中性	首次
600862.SH	中航高科	24.60	0.51	0.56	0.74	48	44	33	谨慎推荐	首次
300034.SZ	钢研高纳	48.25	0.67	0.82	1.15	72	59	42	推荐	维持



资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：带“\*”为东莞证券研究预测，其余数据均来源 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

由于市场需求下降导致的新增订单数量不及预期；

研发成本过高导致的企业业绩低于预期；

俄乌战争风险导致的上游材料涨价。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn