

# 疫情冲击下业绩稳定增长，下半年景气度有望持续提升

### ——22年半年报财务分析

#### 核心观点

**事件：**近日，军工板块公司已完成2022年中报披露。我们选取117个核心军工标的，从调整后的101个标的的利润表、现金流量表和资产负债表角度来考察军工行业的整体变化。经调整后，22H1军工板块实现营收1968.35亿元，同比增长16.35%，实现归母净利润199.61亿元，同比增长23.27%。

- **利润表：22H1 营收及归母净利润增速维持在高位，规模效应显现盈利能力稳步提升。**22H1 板块营收调整后同比增长16.35%，归母净利润增长23.27%。1) 分配套层级看，在21H1的高基数基础上产业链各级增速放缓但仍在高位，其中零部件和分系统层级得益于毛利率的提升叠加期间费用率，净利率有明显提升，业绩增速高于营收增速。2) 分所有制看，集团军工企业延续高增长态势，民参军企业近五年来首次净利率同比下降，主要是由于减值占比显著提升。3) 分下游领域看，22H1 信息化和航空领域在营收端和利润端增速领先。考虑到上半年疫情对部分企业调试交付产生较大影响，以及军工行业的强计划性，我们看好22年未来两个季度的业绩释放。
- **现金流量表：22H1 销售收现比下滑，经营现金流出略有扩张。**全产业链22H1 销售收现比均有所下降，军工集团现金流净值由21H1的流入转为流出，但相比往年现金流改善明显。同时，22H1 零部件和分系统层级现金流的流出呈现扩大趋势，行业整体处于紧凑的生产进程中。2021年总装收到大额预收款（含合同负债）后，现金流的改善逐步传导至分系统和零部件层级，2022年全产业链现金流有望进一步改善。
- **资产负债表：上游预收款（含合同负债）大增，零部件层级或将开启新一轮扩产周期。**1) 从前瞻性指标看，零部件预收款（含合同负债）增长48.73%，总装层级预收款（含合同负债）同比略有下降但仍维持在高位，21年开始，总装层级（尤其是航空领域）陆续收到的大额预收款（含合同负债），由于总装企业直接向军队供货，因此总装企业预收款（含合同负债）的高增长往往对应军方订单的高增长，未来增长确定性强，全产业链高景气度再次被确认。2) 固定资产和在建工程方面，零部件层级固定资产增长明显放缓同时在建工程增速大幅上升，而分系统层级固定资产加速增长在建工程增速大幅下降至负增长，说明产业链高景气下，中游新增产能由建设逐步转向投产阶段，上游或将开启新一轮扩产周期，行业景气度有望持续。

#### 投资建议与投资标的

- **信息化及原材料：**器件/材料作为供应链的最上游层级有望率先受益。信息化建议关注：振华科技(000733, 增持)、火炬电子(603678, 未评级)、中航光电(002179, 买入)、航天电器(002025, 买入)、振芯科技(300101, 未评级)、电科院(300215, 未评级)等。原材料建议关注：钢研高纳(300034, 买入)、宝钛股份(600456, 未评级)、西部超导(688122, 未评级)、图南股份(300855, 未评级)、光威复材(300699, 买入)、中航高科(600862, 买入)等。
- **分系统：**管理效率提升带来经营效益持续改善,建议关注：中航重机(600765, 买入)、中航电子(600372, 增持)、中航机电(002013, 买入)、北摩高科(002985, 买入)、派克新材(605123, 未评级)、中航电测(300114, 买入)、利君股份(002651, 未评级)、四创电子(600990, 买入)、国睿科技(600562, 未评级)、湘电股份(600416, 未评级)、应流股份(603308, 未评级)、航发控制(000738, 未评级)等。
- **总装：**高订单增速主要来自于装备升级和列装批产的需求，建议关注：中航沈飞(600760, 未评级)、中航西飞(000768, 未评级)、航发动力(600893, 未评级)、航发科技(600391, 未评级)、纵横股份(688070, 未评级)等。

#### 风险提示

订单及收入确认进度不及预期；武器装备研发进度不及预期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 **中国**  
 行业 **国防军工行业**  
 报告发布日期 **2022年09月09日**



#### 证券分析师

王天一 021-63325888\*6126  
 wangtianyi@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860510120021

罗楠 021-63325888\*4036  
 luonan@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860518100001

冯函 021-63325888\*2900  
 fenghan@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860520070002

丁昊 dinghao@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860522080002

#### 相关报告

基金持仓市值回升、超配收窄，航空产业链个股获青睐：2022Q2 军工行业基金持仓分析 2022-08-01

高景气持续兑现，改革创新有惊喜：——国防军工行业2022年中期策略报告 2022-06-13

伴随 AI/无人驾驶/传感器/通信等技术发展，无人化是未来陆军和陆战体系中的核心组成部分 2022-05-13

## 目录

1、22H1 营收及利润增速维持在高位，规模效应显现盈利能力稳步提升 .....	6
1.1 22H1 产业链各级增速同比放缓但仍在高位，规模效应显现盈利能力均有所提升 .....	8
1.2 国企改革推动军工集团业绩持续兑现，民参军费用结构持续优化 .....	11
1.3 信息化和航空板块景气度高、业绩持续增长 .....	13
2、销售收现比下滑，经营现金流出略有扩张 .....	15
2.1 总装 22H1 销售收现比下降，现金流出加剧产业链订单密集 .....	15
2.2 集团军工 22H1 经营现金流转为净流出，民参军企业流出持续扩大 .....	16
3、上游预收款（含合同负债）大增，零部件层级或将开启新一轮扩产周期 .	17
3.1 零部件层级预收款（含合同负债）增加 48.73%，上游加快扩产节奏，或将开启新一轮扩产准备 .....	17
3.2 军工集团预收款（含合同负债）维持高位，全行业固定资产加速增长 .....	20
投资建议 .....	21
风险提示 .....	22
附录：117 个标的财务概况 .....	22

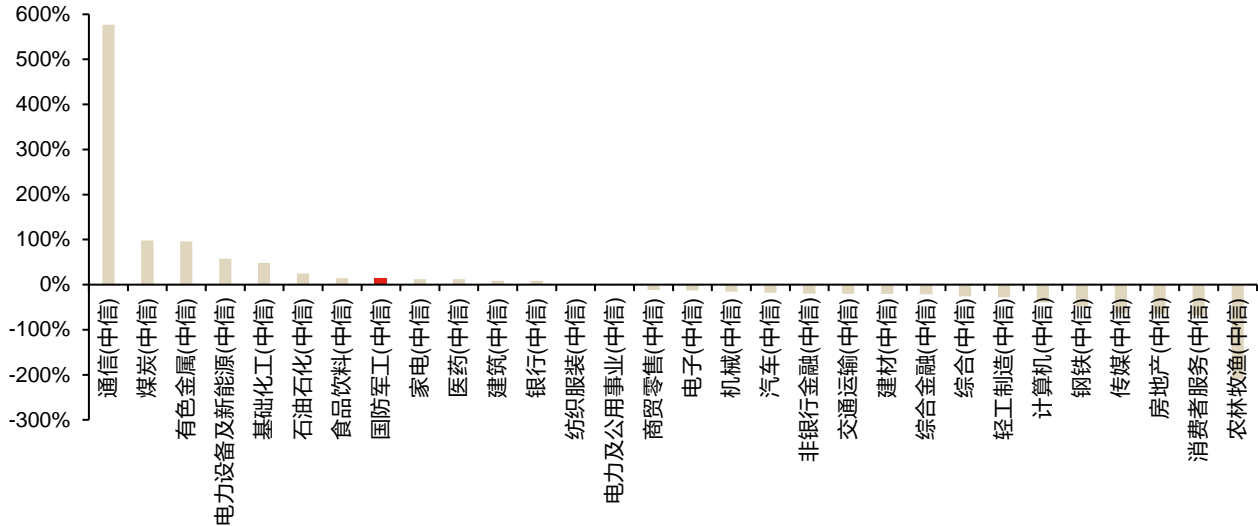
## 图表目录

图 1: 22H1 中信一级行业归母净利同比增速%	5
图 2: 117 支核心军工股标的	6
图 3: 2017~2022H1 营收 (亿元) 和同比增速 (未调整)	6
图 4: 2017~2022H1 归母净利润 (亿元) 和同比增速 (未调整)	6
图 5: 2017~2022H1 营收 (亿元) 和同比增速 (调整后)	7
图 6: 2017~2022H1 归母净利润 (亿元) 和同比增速 (调整后)	7
图 7: 2017A~2022H1 营收 (亿元) 及各季度占比	7
图 8: 2017A~2022H1 归母净利润 (亿元) 及各季度占比	7
图 9: 按产业链分类营收增速 (年度同比)	8
图 10: 按产业链分类归母净利润增速 (年度同比)	8
图 11: 按产业链分类营收增速 (半年度同比)	9
图 12: 按产业链分类归母净利润增速 (半年度同比)	9
图 13: 按产业链分类营收增速 (季度同比)	9
图 14: 按产业链分类归母净利润增速 (季度同比)	9
图 15: 按产业链分类净利率 (年度)	9
图 16: 按产业链分类净利率 (半年度)	9
图 17: 按产业链分类毛利率 (半年度)	10
图 18: 按产业链分类期间费用率 (半年度)	10
图 19: 零部件期间费用率 (半年度)	10
图 20: 分系统期间费用率 (半年度)	10
图 21: 总装期间费用率 (半年度)	11
图 22: 按产业链分类减值损失占比营收 (半年度)	11
图 23: 按所有制分类营收及归母净利润增速 (年度同比)	12
图 24: 按所有制分类营收及归母净利润增速 (半年度同比)	12
图 25: 按所有制分营收、归母净利润增速 (季度同比)	12
图 26: 按所有制分类净利率及毛利率 (年度)	12
图 27: 按所有制分类净利率及毛利率 (半年度)	12
图 28: 军工集团企业费用率 (半年度)	13
图 29: 民参军企业费用率 (半年度)	13
图 30: 按所有制分期间费用率 (半年度)	13
图 31: 按所有制分减值损失占比营收 (半年度)	13
图 32: 按下游分类营收增速 (年度同比)	14
图 33: 按下游分类营收增速 (半年度同比)	14
图 34: 按下游分类归母净利润增速 (年度同比)	14

图 35: 按下游分类归母净利润增速 (半年度同比) .....	14
图 36: 按产业链分销售收现比 (年度同比) .....	15
图 37: 按产业链分销售收现比 (半年度同比) .....	15
图 38: 按产业链分经营现金流净值 (年度, 亿元) .....	15
图 39: 按产业链分经营现金流净值 (半年度, 亿元) .....	15
图 40: 按所有制分销售收现比 (年度同比) .....	16
图 41: 按所有制分销售收现比 (半年度同比) .....	16
图 42: 按所有制分经营现金流净值 (年度, 亿元) .....	16
图 43: 按所有制分经营现金流净值 (半年度, 亿元) .....	16
图 44: 按产业链分预收款 (含合同负债) 及占比 (年度, 亿元) .....	17
图 45: 按产业链分预收款 (含合同负债) 及占比 (半年度, 亿元) .....	17
图 46: 按产业链分存货及占比 (年度, 亿元) .....	18
图 47: 按产业链分存货及占比 (半年度, 亿元) .....	18
图 48: 按产业链分应收账款及占比 (年度, 亿元) .....	18
图 49: 按产业链分应收账款及占比 (半年度, 亿元) .....	18
图 50: 按产业链分固定资产增速 (年度同比) 图表描述说明 .....	19
图 51: 按产业链分固定资产增速 (半年度同比) .....	19
图 52: 按产业链分在建工程增速 (年度同比) .....	19
图 53: 按产业链分在建工程增速 (半年度同比) .....	19
图 54: 按所有制分预收款 (含合同负债) 及占比 (年度, 亿元) .....	20
图 55: 按所有制分预收款 (含合同负债) 及占比 (半年度, 亿元) .....	20
图 56: 按所有制分应收账款及占比 (年度, 亿元) .....	20
图 57: 按所有制分应收账款及占比 (半年度, 亿元) .....	20
图 58: 按所有制分固定资产增速 (年度同比) .....	20
图 59: 按所有制分固定资产增速 (半年度同比) .....	20
图 60: 按所有制分在建工程增速 (年度同比) .....	21
图 61: 按所有制分在建工程增速 (半年度同比) .....	21

近日，A股上市公司陆续公布了2022年半年报，2022年年初以来，受疫情多点频发影响，上半年国内经济下行压力较大，上市公司经营活动受到不同程度的冲击，全行业中报整体平淡，中信综合业绩同比增速仅为-25.93%。但军工行业上半年业绩实现13.56%的增长，在中信一级30个行业中位居第8，处于通信、煤炭、有色金属、电力设备及新能源、基础化工、石油石化、食品饮料之后，展现出高景气下的抗周期韧性。

图 1：22H1 中信一级行业归母净利同比增速%



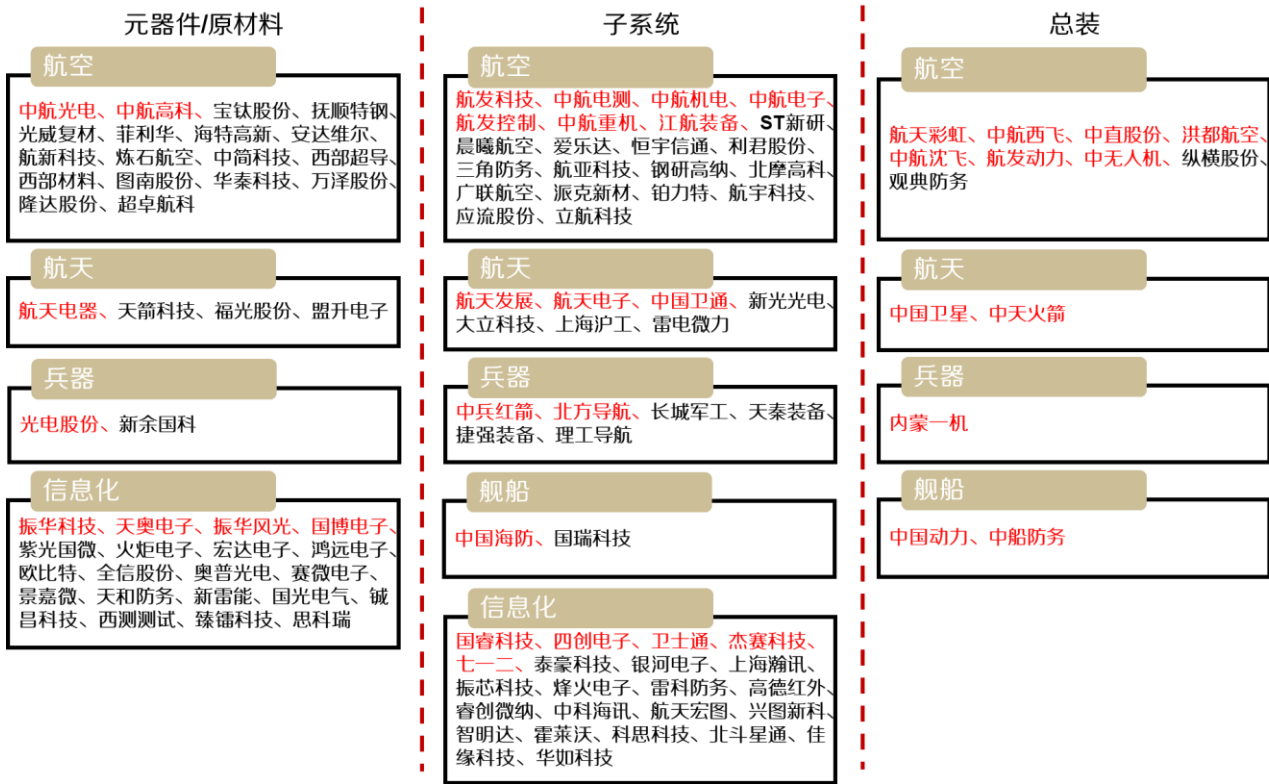
注：由于部分行业进出成分权重过高，对业绩增速影响较大，其中通信（中信）纳入中国电信（2021年12月1日）、中国移动（2022年5月5日）。

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们综合中信和申万军工指数成分股，删减个别军品占比低的标的，增加了军品占比较高的新股，最终选取117个军工板块重点标的。通过对这些上市标的历年财务情况的梳理和分析，跟踪军工行业的整体经营状况。我们主要从三个维度对117个标的进行分类：

- 按所有制分类，根据是否属于军工集团，分集团军工和民参军（含地方国有军工企业）两类。
- 按产业链分类，根据公司所处产业链层级，分总装、分系统和零部件（含维修服务）三类。
- 按子领域分类，根据下游类别，分为航空、航天、舰船、兵器和信息化五个子领域。

图 2：117 支核心军工股标的



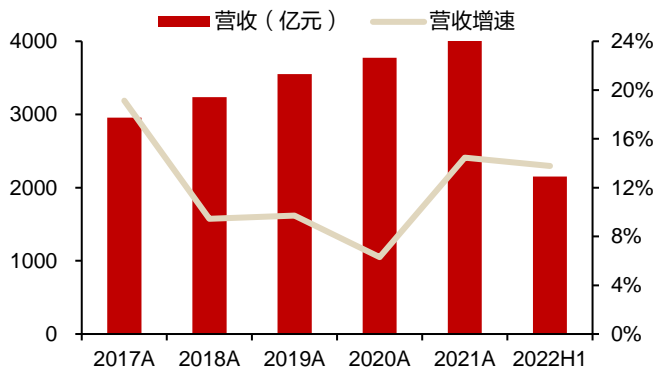
注：标红为军工国企

数据来源：东方证券研究所

## 1、22H1 营收及利润增速维持在高位，规模效应显现盈利能力稳步提升

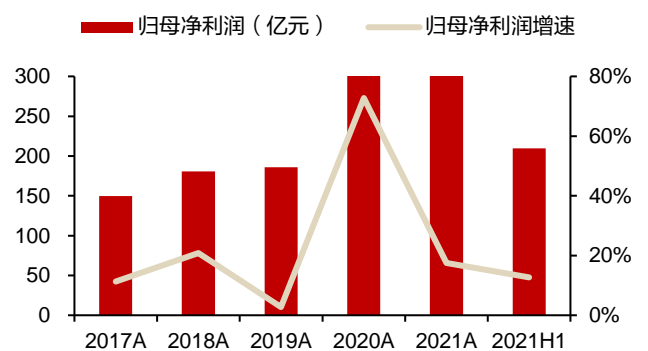
117 个重点军工标的中，2021 年合计实现营收 4322.39 亿元，同比增长 14.46%，实现归母净利润 377.14 亿元，同比增长 17.56%。2022H1 实现营收 2151.50 亿元，同比增长 13.79%，实现归母净利润 209.70 亿元，同比增长 12.64%。

图 3：2017~2022H1 营收（亿元）和同比增速（未调整）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：2017~2022H1 归母净利润（亿元）和同比增速（未调整）



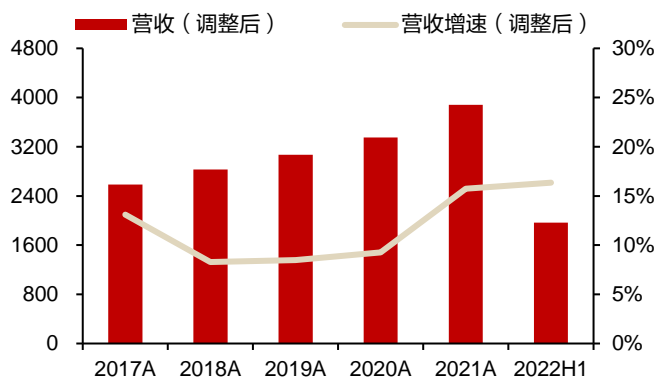
数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

考虑到军工国企重组、大额减值损失、大额投资收益确认以及疫情原因红外民品的增长对业绩的影响，我们将对数据进行以下调整：1) 每一报告期的营收及归母净利润增速采用与上一报告期的调整后数据对比获得；2) 2017/2018 年同比 2016/2017 年的增速计算剔除 2016/2017 年无披露数据的新股的影响；3) 由于 2019 年至今以下公司计提大额减值损失对利润分析产生重大影响，剔除炼石航空、银河电子、北斗星通、ST 新研、海特高新、全信股份、抚顺特钢、欧比特、泰豪科技、航新科技、国瑞科技、雷科防务，暂不纳入分析范围；4) 中船防务因丧失广船国际控制权，在 20Q1 确认 33.90 亿元投资收益，对利润分析产生重大影响，因此剔除；5) 由于疫情原因，20 年高德红外、大立科技、睿创微纳防疫红外民品大幅增加，同时 21 年大幅回落，对利润分析产生重大影响，因此剔除。在本文的后续分析中，我们对调整后的 101 个标的进行财务分析。

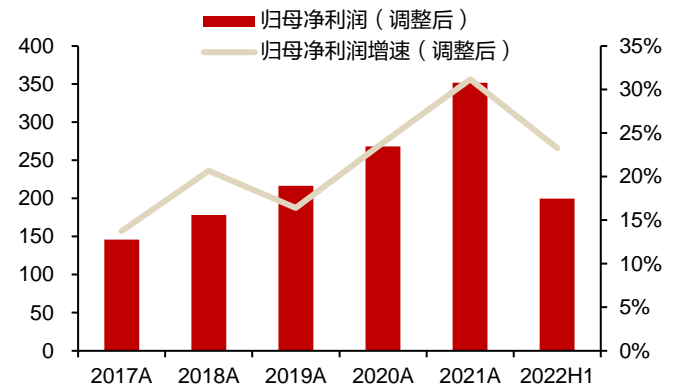
按照调整后的营收利润计算，22H1 军工板块营收同比增长 16.35%，归母净利润同比增长 23.27%，营收端保持高速增长，利润端表现优于营收端。在上半年国内多地疫情反复、经济增速下行的压力下，军工企业业绩仍实现快速增长，验证了军工行业高景气度和逆周期性。同时，考虑到上半年疫情对部分企业调试交付产生较大影响，以及军工行业的强计划性，预计 22 年下半年企业经营情况将持续改善。

图 5：2017~2022H1 营收（亿元）和同比增速（调整后）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：2017~2022H1 归母净利润（亿元）和同比增速（调整后）

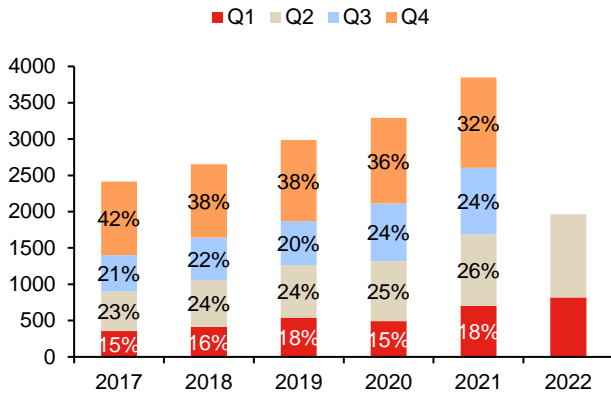


数据来源：Wind、东方证券研究所

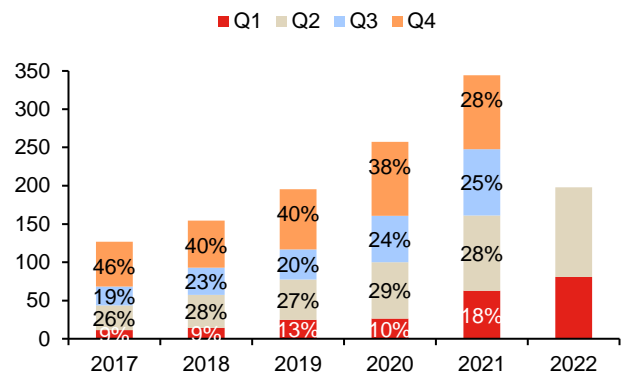
21 年上半年营收及归母净利润占比分别达到 44%和 47%，预计 22 年营收和业绩季度性分布更趋于均衡。2017、2018、2019、2020、2021 年上半年的营收占比分别为 37%、40%、42%、40%、44%，归母净利润占比分别为 34%、37%、40%、39%、47%，17 年起两者均大趋势提升，且利润端更为明显，全年分布趋于均衡，说明上市公司占比较高的航空工业集团近年来持续推进的“均衡生产”成果显现。伴随均衡生产的推进，预计 22 年军工企业营收业绩的季度性分布更趋均衡。

图 7：2017A~2022H1 营收（亿元）及各季度占比

图 8：2017A~2022H1 归母净利润（亿元）及各季度占比



数据来源: Wind、东方证券研究所



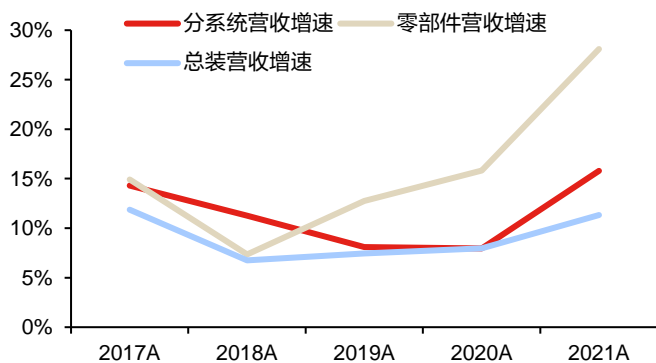
数据来源: Wind、东方证券研究所

### 1.1 22H1 产业链各级增速同比放缓但仍在高位，规模效应显现盈利能力均有所提升

**营收端：21H1 增速基数较高，22H1 疫情反复下各层级同比增速均有所回落，但仍维持在较高水平。**各层级企业营收增速相比于21年同期均有所放缓，主要是由于20H1的低基数效应下，21H1三个层级企业营收增速均大幅上升。排除21H1的高增速，在22年上半年多地疫情反复对调试交付产生较大影响的背景下，22H1各层级增速仍均位于历史同期高位，分系统企业营收同比增长12.86%，零部件企业营收同比增长22.95%，总装企业营收同比增长15.81%。

**利润端：22H1 零部件、分系统层级归母净利润增速显著高于营收增速，总装层级增速有明显下降。**零部件层级企业22H1归母净利润增长34.16%，分系统层级企业22H1归母净利润增长21.80%，归母净利润增速显著高于营收。零部件层级主要得益于新材料和元器件企业的强劲增长（振华科技：归母净利润12.73亿元，同比增长146.98%；中简科技：归母净利润1.85亿元，同比增长96.70%），分系统层级主要得益于中兵红箭（归母净利润7.02亿元，同比增长114.61%）、中航重机（归母净利润5.60亿元，同比增长107.44%）、振芯科技（归母净利润1.63亿元，同比增长105.09%）等企业的强势拉升。总装利润端增速明显下降主要为中直股份、洪都航空和中国动力业绩明显下滑所致。

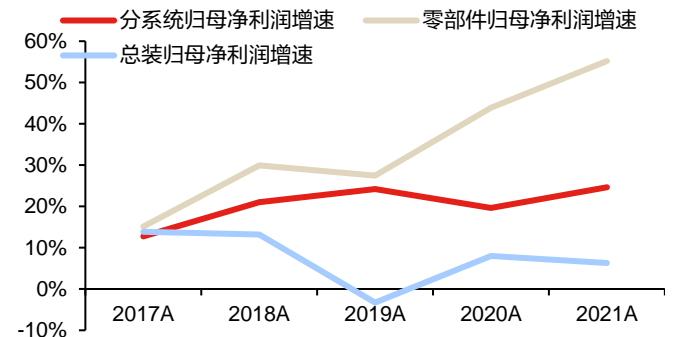
图 9：按产业链分类营收增速（年度同比）



数据来源: Wind、东方证券研究所

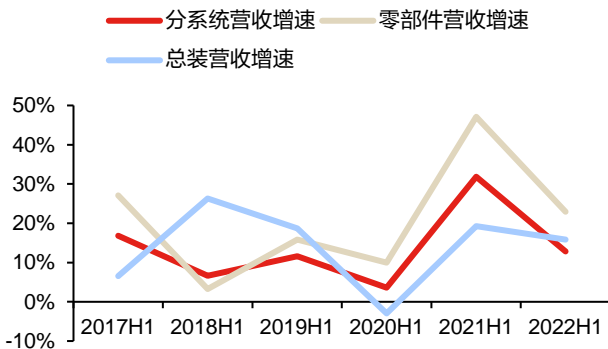
注: 18年增速下滑主要与部分下游客户年底开展“五清”专项活动导致收入确认延后, 以及部分企业剥离低效资产所致

图 10：按产业链分类归母净利润增速（年度同比）

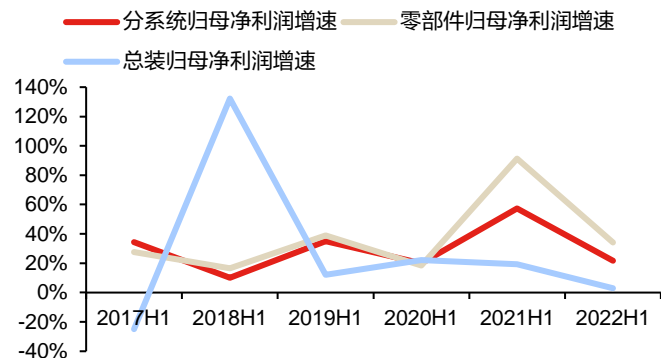


数据来源: Wind、东方证券研究所



**图 11：按产业链分类营收增速（半年度同比）**


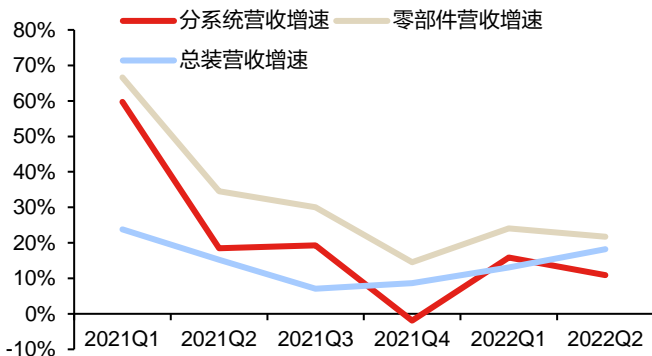
数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 12：按产业链分类归母净利润增速（半年度同比）**


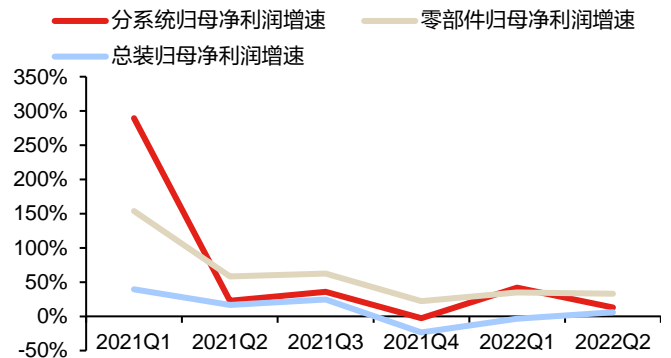
数据来源：Wind、东方证券研究所

注：18H1 总装企业增速较高，主要与 18 年航发动力较快增长以及 17H1 中航沈飞亏损 4.18 亿导致的基数较小有关。

从季度数据看，22Q2 延续高增长态势，总装层级归母净利润增速转正。由于疫情原因导致的 20Q1 低基数效应，21Q1 各层级企业营收利润增速突增，21Q2 起低基数效应的影响逐渐减弱，增速逐渐回落。受疫情影响，相较于 22Q1，22Q2 零部件和分系统层级企业营收、归母净利润增速均有所回落。同时，值得注意的是，自 21Q4 以来，总装层级增速持续改善，22Q2 总装层级企业营收增速相较于 22Q1 提升 5.11pct 至 18.17%，归母净利润增速转正，提升 9.61pct 至 5.97%，主要得益于中无人机、中国卫星、中航西飞和航发动力的亮眼增长。综上，部分主机厂有望在 22 年迎来业绩拐点，考虑到军工行业的强计划性，预期未来两个季度增速将有所改善。

**图 13：按产业链分类营收增速（季度同比）**


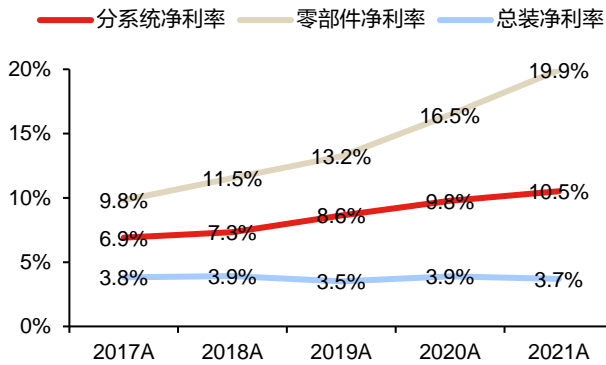
数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 14：按产业链分类归母净利润增速（季度同比）**


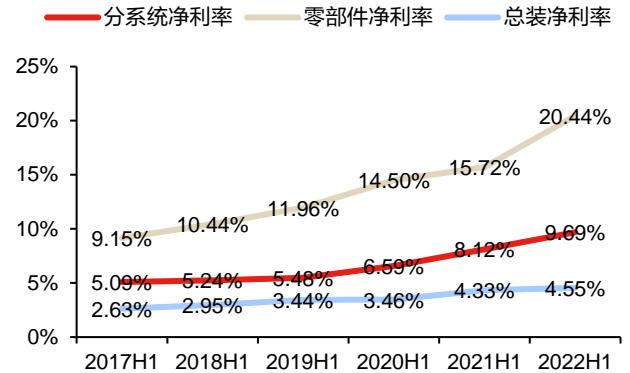
数据来源：Wind、东方证券研究所

**净利率：22H1 零部件层级大幅增长，分系统层级、总装层级稳中有升。**从 22H1 看，零部件层级企业净利率提升最为明显，大幅提升 4.72pct 至 20.44%，分系统层级企业净利率提升 1.57pct 至 9.69%，总装层级净利率稳中有升。但是根据历史经验，上下半年的净利率存在一定差异，减值计提等事件多数发生在下半年。

**图 15：按产业链分类净利率（年度）**
**图 16：按产业链分类净利率（半年度）**



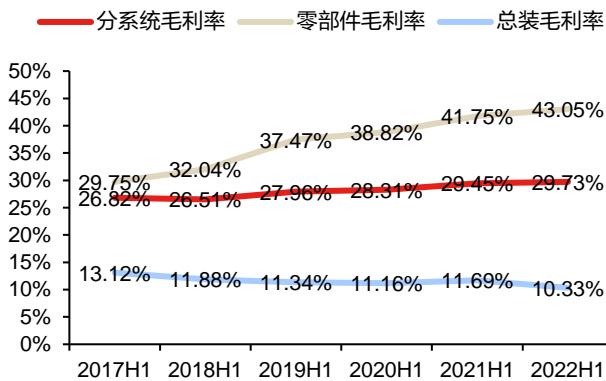
数据来源: Wind、东方证券研究所



数据来源: Wind、东方证券研究所

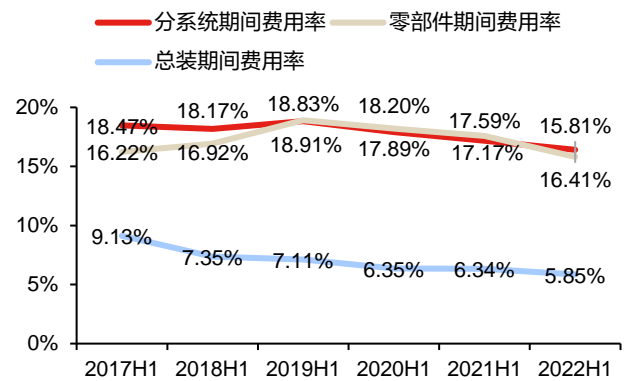
分析 22H1 各产业链的毛利率和期间费用率情况，我们发现：零部件层级毛利率有所提升，分系统层级毛利率稳中有升，下游总装的毛利率有所下降；各层级的期间费用率均有所下降，其中研发费用率提升，管理、销售、财务费用率均有所下降，费用结构不断优化。不同的产业链层级也呈现出不同的特点，导致盈利能力也有不同的变化。

图 17: 按产业链分类毛利率 (半年度)



数据来源: Wind、东方证券研究所

图 18: 按产业链分类期间费用率 (半年度)



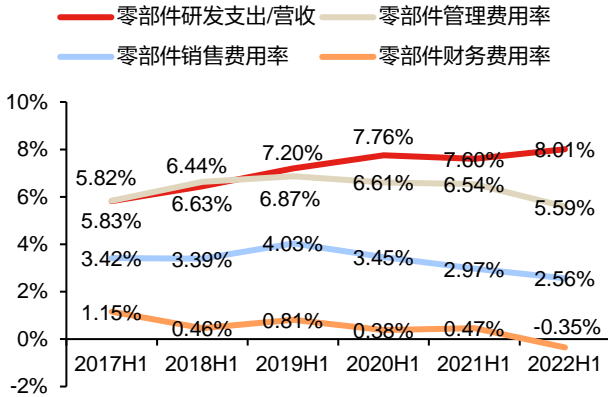
数据来源: Wind、东方证券研究所

**零部件：毛利率提升、期间费用率降低，22H1 净利率大幅提升。**22H1 零部件层级军工企业综合毛利率为 43.05%，较 21H1 提升 1.30pct，或是由于：1) 上游层级企业多数具备较为明显的规模效益，随着军品配套需求的增加，产能利用率提升带动毛利率提升；2) 该层级企业逐渐由简单配套向高附加值核心领域拓展，相关配套公司近年来陆续上市且占比提升。期间费用率同比降低 1.78pct，其中财务费用率降低 0.82pct，管理费用率降低 0.96pct，销售费用率降低 0.41pct。综上，毛利率提升、期间费用率下降共同驱动 22H1 年零部件企业净利率大幅提升。

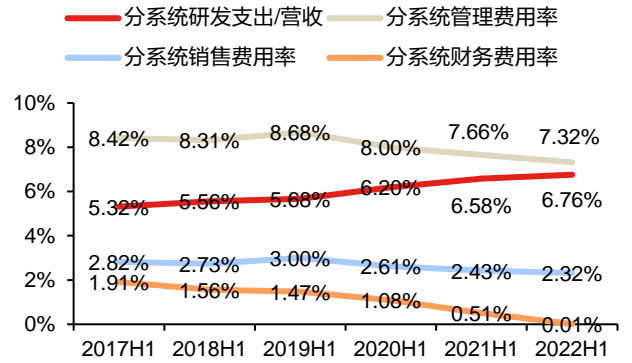
**分系统：毛利率略有提升、期间费用率降低，22H1 净利率稳中有升。**22H1 年分系统层级军工企业综合毛利率和期间费用率分别为 29.73%和 16.41%，相比 21H1 分别提升 0.27pct 和下降 0.76pct。毛利率提升或是受益于主机厂外包生产比例的持续提高，中游承接更多的业务以及更高价值量的配套，以及近年来相关配套公司陆续上市且在分系统层级占比有所提升。期间费用率略下降主要得益于管理费用率 (-0.34pct)、销售费用率 (-0.11pct) 和财务费用率的改善 (-0.5pct)。

图 19: 零部件期间费用率 (半年度)

图 20: 分系统期间费用率 (半年度)



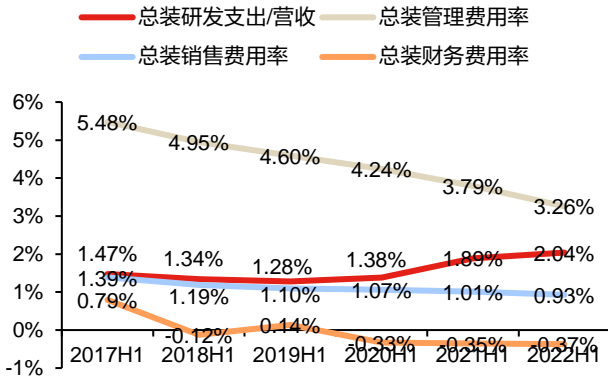
数据来源: Wind、东方证券研究所



数据来源: Wind、东方证券研究所

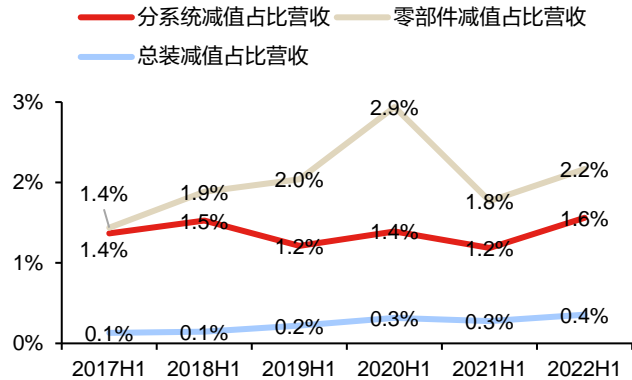
**总装：期间费用率略有下降，22H1 净利率略有提升。**22H1 总装企业期间费用率略有下降（-0.48pct），其中管理费用率同比降低 0.53pct。从 2017 年开始，总装企业管理费用率、销售费用率和财务费用率大趋势降低，分别从 2017H1 的 5.48%、1.39%和 0.79%降低至 2021H1 的 3.26%、0.93%和-0.37%。管理费用的降低可能为机构调整、人员精简所致；销售费用率的降低可能为营收上量规模效应显现所致；财务费用率的降低可能为预收款（含合同负债）和回款增长导致的现金流改善所致。

图 21: 总装期间费用率（半年度）



数据来源: Wind、东方证券研究所

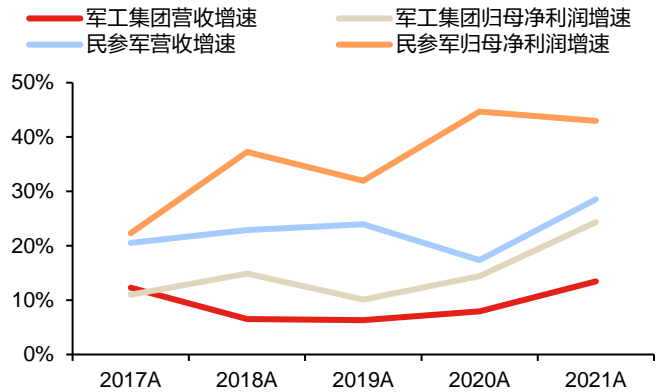
图 22: 按产业链分类减值损失占比营收（半年度）



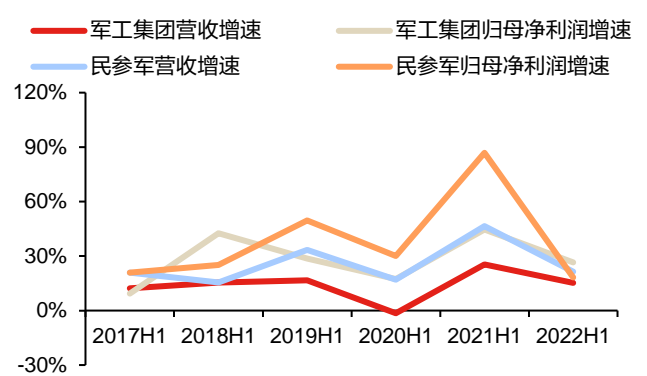
数据来源: Wind、东方证券研究所

## 1.2 国企改革推动军工集团业绩持续兑现，民参军费用结构持续优化

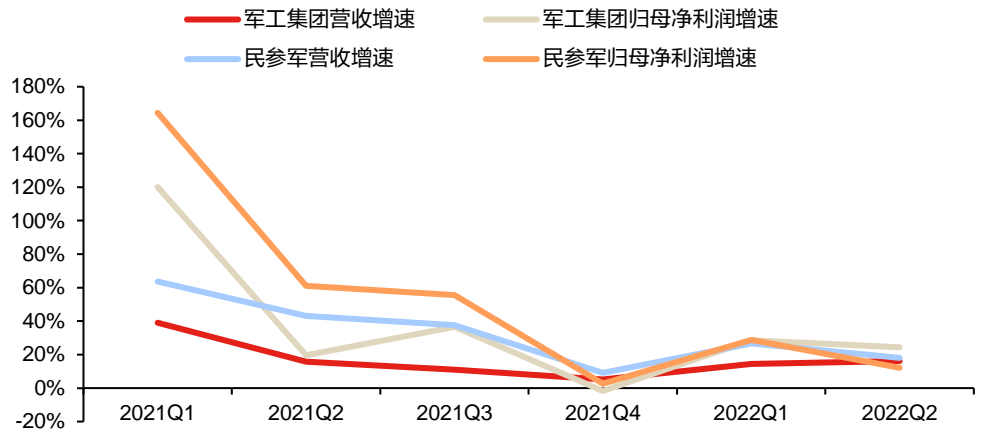
**营收及利润端：22H1 军工集团企业维持高增态势，民参军企业近五年首次业绩增速不及营收。**半年度看，民参军及军工集团企业营收及归母净利润增速相比于 21 年同期均有所放缓。其中，军工集团营收增速 15.31%，归母净利润增速 26.57%，归母净利润增速显著高于营收增速，主要得益于振华科技、中兵红箭、中航重机等公司的亮眼业绩；民参军企业营收增速 21.35%，归母净利润增速 18.25%，近五年来首次业绩增速不及营收，主要是由于近 35%的民参军企业业绩同比有所下滑，根据半年报，这些业绩下滑的公司多是由于疫情反复影响了生产交付。从季度看，22Q1、Q2 延续高增长态势，增速维持在较高水平。受疫情影响，22Q2 民参军企业营收、归母净利润增速环比均有所回落；在 21Q2 的高基数基础上，军工集团企业 22Q2 营收增速环比仍有所上升，归母净利润增速有所回落。

**图 23：按所有制分类营收及归母净利润增速（年度同比）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

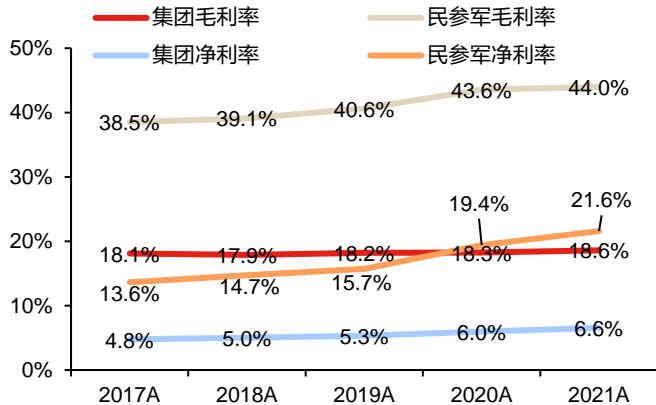
**图 24：按所有制分类营收及归母净利润增速（半年度同比）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

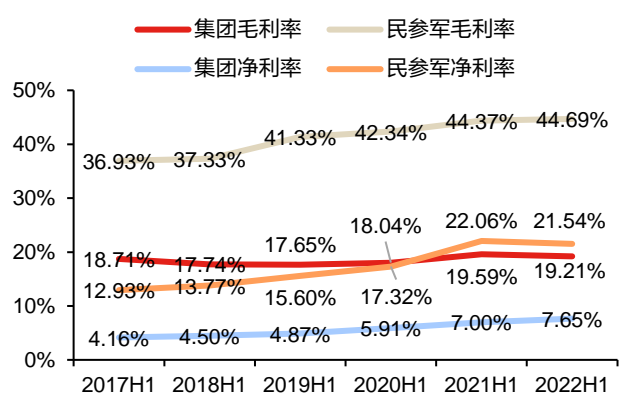
**图 25：按所有制分营收、归母净利润增速（季度同比）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**净利率：22H1 军工集团净利率稳中有升，民参军企业净利率近五年来首次同比下降。**由于定价机制和配套级别不同，军工集团企业利润率水平低于民参军企业，但表现也更为平稳。从半年度看，自 17 年开始军工集团企业净利率呈现上升趋势，22H1 净利率同比增长 0.65pct 至 7.65%；22H1 民参军企业净利率近五年来首次下降。

**图 26：按所有制分类净利率及毛利率（年度）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 27：按所有制分类净利率及毛利率（半年度）**


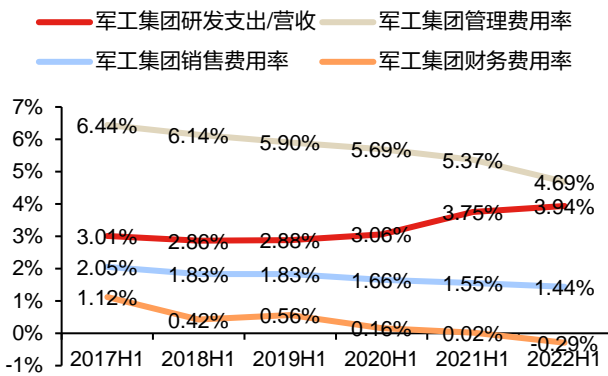
数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**军工集团企业：22H1 管理、销售与财务费用率降低带动费用率改善，国企改革深化背景下费用结构持续优化。**17H1 至 22H1 军工集团企业管理费用率从 6.44%降低至 4.69%，销售费用率从 2.05%降低至 1.44%，财务费用率从 1.12%降低至-0.29%，是推动军工集团企业净利率提升的主要因素。同时，研发开支占比从 3.01%快速提升至 3.94%，费用结构不断优化，说明国企改革深化背景下，军工央企在提质增效、深化改革方面取得进步，经营能力稳步提升、费用结构持续优化，预计在收官之年 22 年，改革进度将进一步提速，改革成果可期。

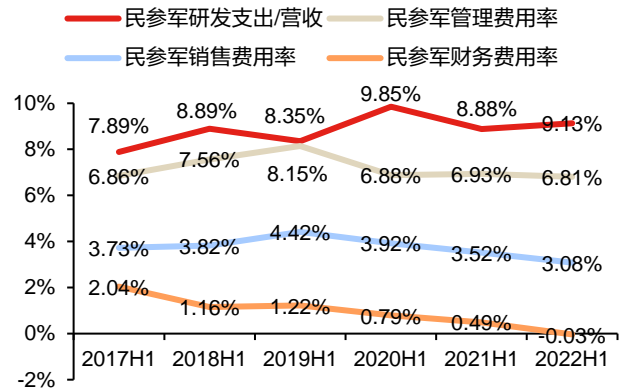
**民参军企业：减值占比显著提升，净利率略有下降。**22H1 民参军毛利率略有提升，期间费用率持续下降，其中管理、销售及财务费用率均同比下降。但 22H1 民参军减值损失占比显著提升至 2.47% (+1.18pct)，导致净利率略有下降。21 年减值占比显著低于历史均值水平，基数较低导致减值损失占比同比提升幅度较大。22H1 减值损失占比提升主要是由于信用减值占比提升 0.98pct 至 1.89%，或是由于民参军议价能力较军工集团企业弱，受疫情影响较大、回款受阻，计提应收账款坏账增加。

图 28：军工集团企业费用率（半年度）



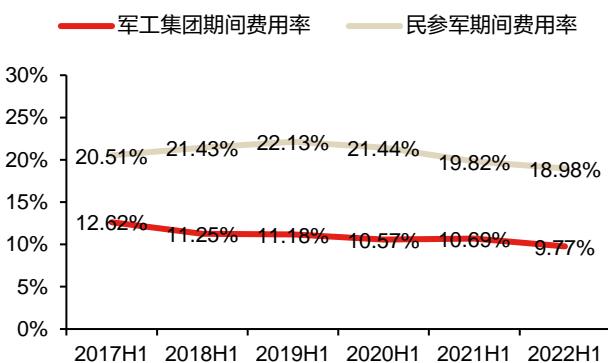
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 29：民参军企业费用率（半年度）



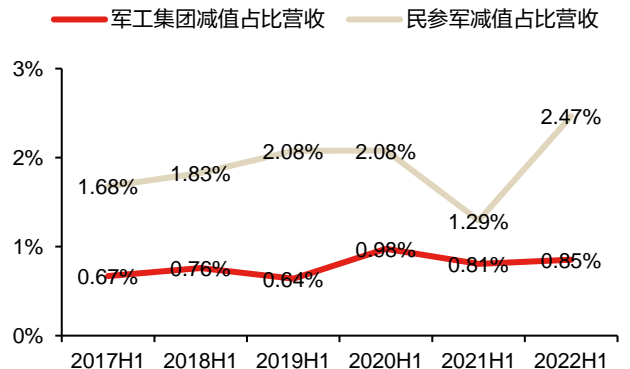
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 30：按所有制分期间费用率（半年度）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 31：按所有制分减值损失占比营收（半年度）



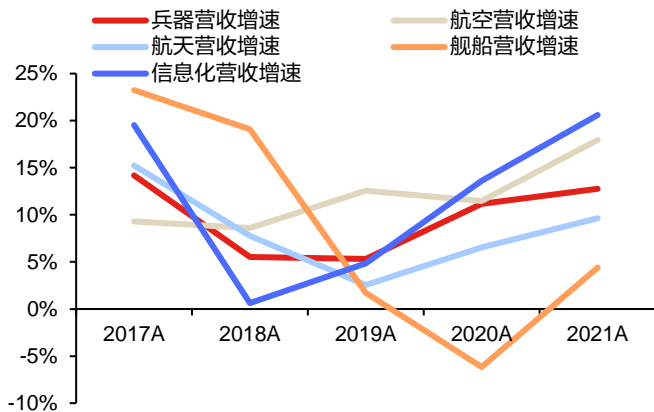
数据来源：Wind、东方证券研究所

### 1.3 信息化和航空板块景气度高、业绩持续增长

按不同下游分类：信息化、兵器和航空增速在行业中处于明显较高的水平，我们认为航空航天是十四五期间国防军工成长空间最大的领域，同时伴随装备信息化建设和国产替代的持续推进，信息化板块的需求也有望保持持续增长。

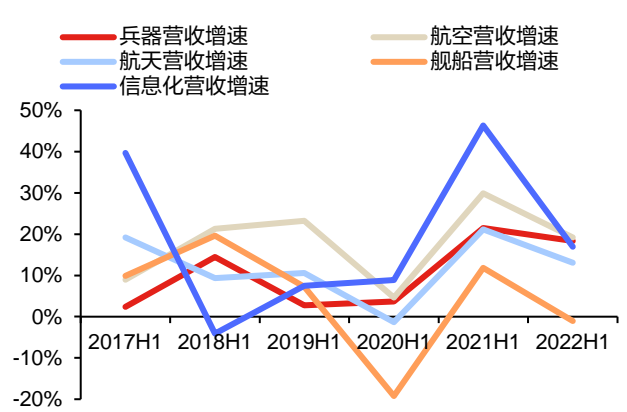
**营收端：信息化和航空板块 22H1 增速居于行业前列。**半年度看：航空板块领跑，营收增速达 19.19%，主要是得益于全产业链中分系统层级（广联航空、三角防务、铂力特、派克新材、爱乐达）、零部件层级（西部超导、中简科技）和总装层级（纵横股份）企业的提升。信息化板块营收增速达 16.98%，主要与国光电气、华如科技、航天宏图、卫士通等公司的出色表现有关。此外，兵器板块实现 18.36% 的同比增长，航天板块实现 13.09% 的同比增长，船舶板块实现 -1.01% 的负增长。

图 32：按下游分类营收增速（年度同比）



数据来源：Wind、东方证券研究所

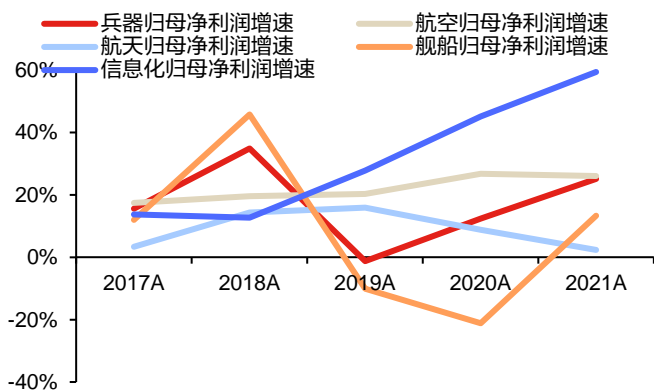
图 33：按下游分类营收增速（半年度同比）



数据来源：Wind、东方证券研究所

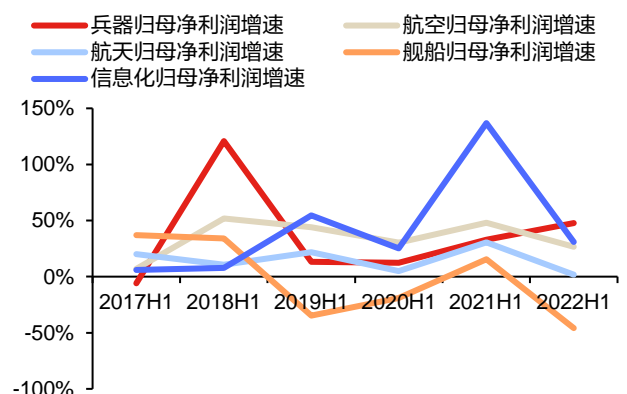
**利润端：22H1 信息化和航空板块继续保持高增速，兵器板块增速显著提升。**半年度看，兵器板块领先全行业达到 47.88% 的高增速（+14.92pct），且是五大板块中唯一一个 22H1 归母净利润增速同比仍有所增加的板块，主要是由于长城军工的扭亏及中兵红箭、新余国科、北方导航的高速增长。同时，信息化板块和航空板块增速居前，且归母净利润增速均高于营收增速。其中信息化板块主要得益于零部件层级（振华科技、新雷能、振华风光、国光电气、紫光国微、国博电子）和分系统层级企业（振芯科技、国睿科技、航天宏图）的拉动，同时也可以看出信息化中的上游零部件企业扩产后规模效应凸显利润率不断提升对于信息化板块业绩高增的贡献。航空板块归母净利润增速达 26.62%，主要是得益于分系统层级（中航重机、广联航空、三角防务、派克新材、航宇科技、应流股份）、零部件层级（隆达股份、中简科技、西部超导）企业的高速增长。

图 34：按下游分类归母净利润增速（年度同比）



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35：按下游分类归母净利润增速（半年度同比）



数据来源：Wind、东方证券研究所

数据来源：Wind、东方证券研究所

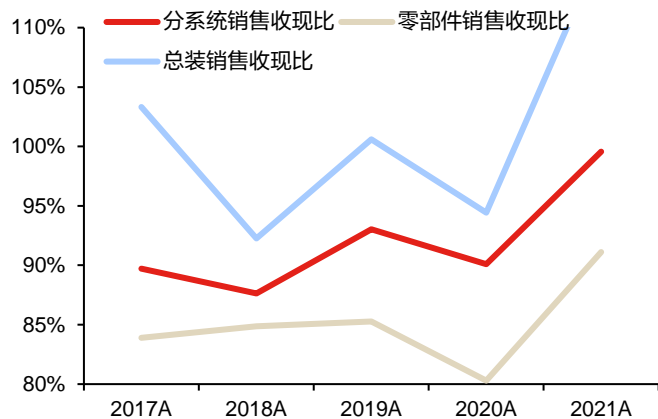
## 2、销售收现比下滑，经营现金流出略有扩张

在军品订单增加、生产任务较重的年份，由于资金拨付和产品交付问题，中上游及民参军企业或多或少存在回款滞后和存货积压的情况，现金流因此会受到一定程度的影响。为研究各产业链层级上市公司的现金状况并分析军工集团财务费用率持续下降的原因，我们选择“销售收现比”和“经营性现金流净值”的指标来对军工板块企业进行跟踪。

### 2.1 总装 22H1 销售收现比下降，现金流出加剧产业链订单密集

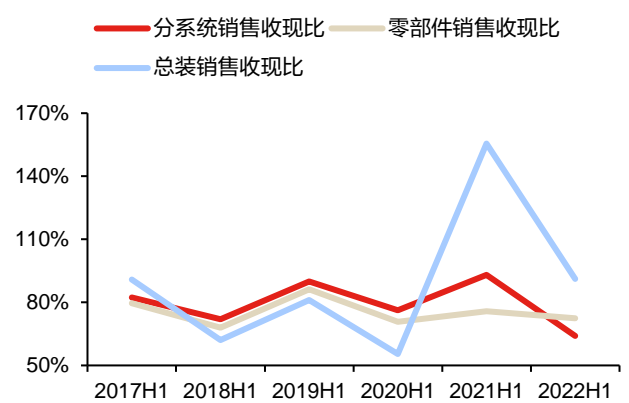
**销售收现比：22H1 各层级销售收现比相比去年均有所下降，总装下降幅度最大。**年度看，21 年总装企业销售收现比大幅回升。半年度看，总装和分系统企业销售收现比下降明显，其中总装下降幅度最大，由 21H1 的 155.55% 大幅下降 64pct 至 22H1 的 91.19%（主要由于中航沈飞和航发动力 21 年上半年收到大额预收款，销售收现比显著提升），22H1 仍处于较高水平。分系统企业下降 29pct，零部件企业 22H1 销售收现比与去年基本持平，波动性略有扩大，但并未发生趋势性变化。

图 36：按产业链分销售收现比（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：按产业链分销售收现比（半年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

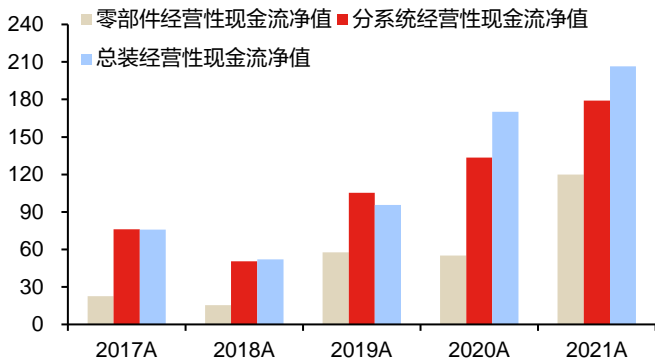
**经营性现金流净值：22H1 总装经营性现金流保持净流入，现金流较好。**半年度看，总装企业 21H1 现金由净流出转为净流入，主要是由于中航沈飞（由-41.41 亿元转正为 288.95 亿元）和航发动力（由-52.57 亿元转正为 130.24 亿元）；22H1 仍保持净流入状态但同比降幅明显，主要由于中航沈飞和航发动力现金流转为净流出（分别为-74.92 亿元和-94.26 亿元），同时中航西飞上半年收到大额预付款部分抵消以上影响。此外，22H1 分系统现金流由流入转为流出，由 26.69 亿元转为-120.00 亿元；同时零部件和分系统层级现金流的流出呈现扩大趋势，分别较去年同期增长 5.94%、20.70%，这表明资本和物资在产业链高效流通，行业整体处于紧凑的生产进程中。2021 年总装收到大额预收款（含合同负债）后，现金流的改善逐步传导至分系统和零部件层级，2022 年全产业链现金流有望进一步改善。

综上，值得注意的是，中航沈飞、航发动力、中航西飞相继于 21、22 年上半年收到大额预付款，现金流得到大幅改善，展望未来，现金流的改善或将逐级向上转移，后续中上游有望受益。

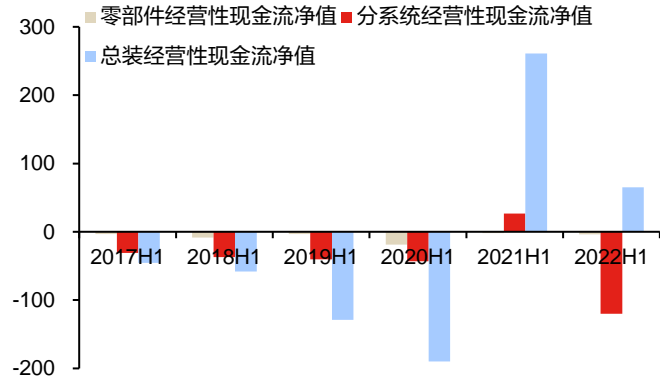
图 38：按产业链分经营现金流净值（年度，亿元）

图 39：按产业链分经营现金流净值（半年度，亿元）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源: Wind, 东方证券研究所

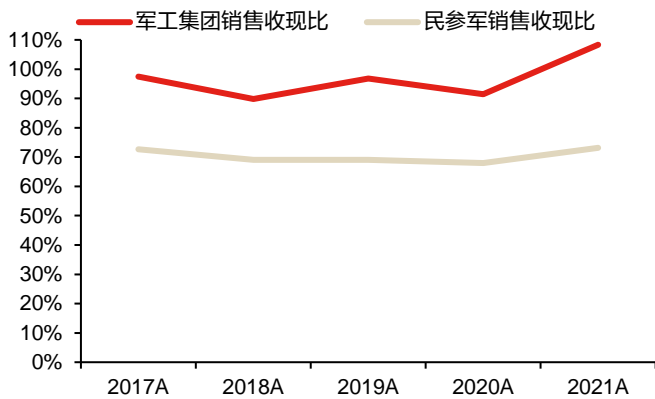


数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 2.2 集团军工 22H1 经营现金流转为净流出，民参军企业流出持续扩大

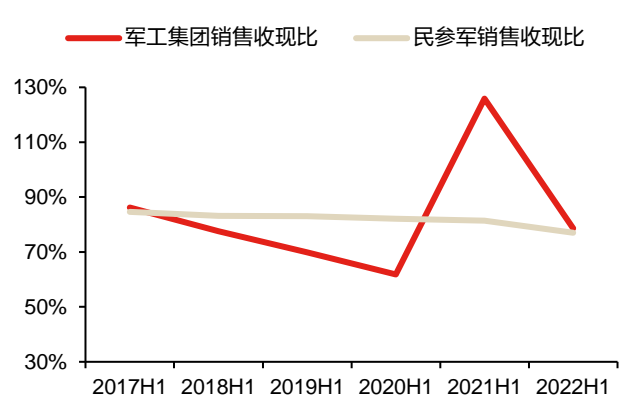
**销售收现比: 军工集团 22H1 销售收现比有所回落。**年度看, 2021 年军工集团企业销售收现比大幅回升, 由于军工集团中总装企业的权重较高, 因此在综合统计现金流状况时, 军工集团的表现与总装企业较为类似, 呈现出 2 年期的波动。半年度看, 22H1 军工集团企业销售收现比回落至 78.66%, 但仍处于高位, 这是由于中航沈飞和航发动力去年收到大额预收款 (含合同负债) 造成的高基数影响; 民参军销售收现比下降至 77.02% (-4.45pct), 可能与疫情影响产品交付和销售确认有关。

图 40: 按所有制分销售收现比 (年度同比)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 41: 按所有制分销售收现比 (半年度同比)



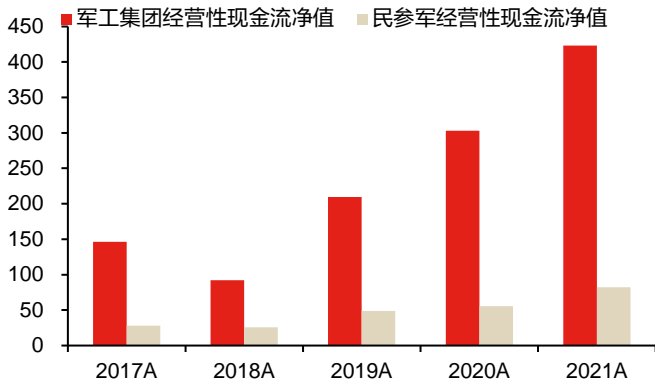
数据来源: Wind, 东方证券研究所

**经营性现金流净值: 22H1 军工集团现金流由 21H1 的净流入转为净流出, 但相比往年现金流改善明显, 民参军现金流加速流出。**年度看, 21 年军工集团现金流净流入提升 39.62%, 民参军企业提升 48.33%, 反映行业内现金状况改善较快。半年度看, 军工集团企业 22H1 经营性现金由去年的净流入转为净流出, 主要是受到中航沈飞 (由 288.95 亿元转负为 -74.92 亿元) 和航发动力 (由 130.24 亿元转负为 -94.26 亿元) 去年的高基数影响, 但相比 21 年之前, 现金流有较为明显的改善。民参军经营性现金流的流入和流出均呈现增加趋势, 22H1 分别增加 16.48%、23.58%, 显示企业扩大生产的同时现金流也有改善。

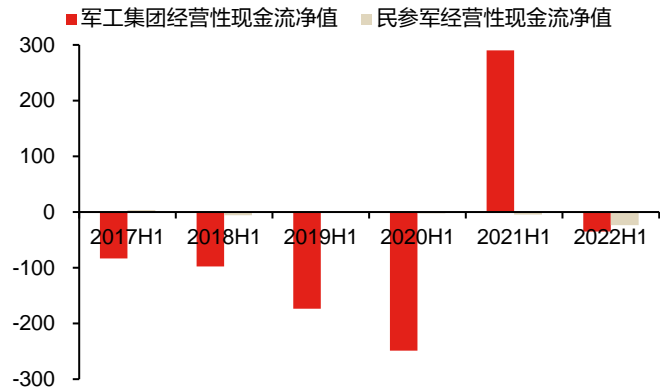
图 42: 按所有制分经营现金流净值 (年度, 亿元)

图 43: 按所有制分经营现金流净值 (半年度, 亿元)





数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

### 3、上游预收款（含合同负债）大增，零部件层级或将开启新一轮扩产周期

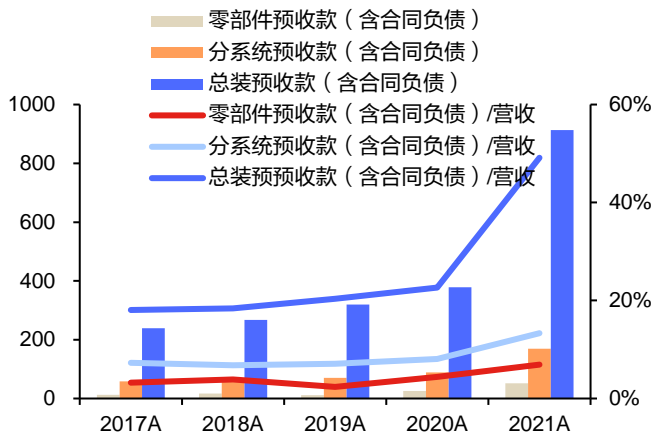
为研究军工行业订单、库存、回款以及投资扩产情况，我们分别选择了预收款（含合同负债）、存货、应收账款、及在建工程四个财务指标进行年度统计和分析。总体来看，1、21年零部件企业预收款（含合同负债）增长48.73%，说明订单饱满、生产任务重，行业持续高景气；2、分系统固定资产加速增长，零部件企业在建工程加速增长，意味着订单预期旺盛，同时零部件层级或将开启新一轮扩产准备。

#### 3.1 零部件层级预收款（含合同负债）增加48.73%，上游加快扩产节奏，或将开启新一轮扩产准备

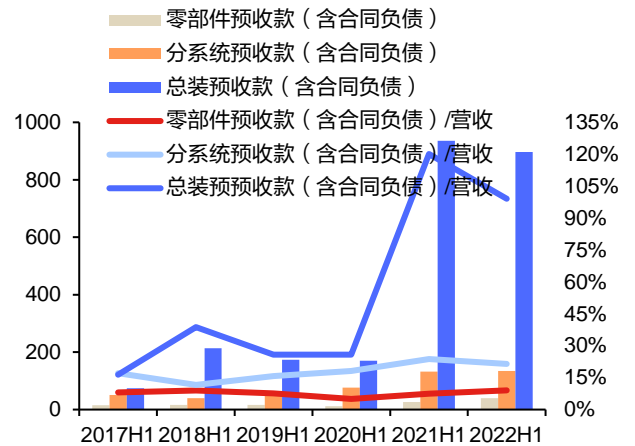
**预收款（含合同负债）：**22H1 零部件企业预收款（含合同负债）增长48.73%，总装层级预收款（含合同负债）维持在高位。年度看，全产业链预收款（含合同负债）稳步增长，其中总装金额最高且同比增长141%，零部件和分系统层级分别实现了100%、91%的增长。半年度看，22H1 零部件企业预收款（含合同负债）较21H1增长48.73%，分系统企业预收款（含合同负债）基本稳定，同比增长1.91%，表明下游2021年收到的大额预收款（含合同负债）逐渐向上游传导。22H1 总装层级预收款（含合同负债）虽同比21H1的高基数略有下降（-1.91%），但相比往年预收款（含合同负债）规模显著提升，主要得益于中航西飞收到大额预收款（含合同负债）（264.46亿元/去年同期的6倍）。21年开始，总装层级（尤其是航空领域）陆续收到的大额预收款（含合同负债），由于总装企业直接向军队供货，因此总装企业预收款（含合同负债）的高增长往往对应军方订单的高增长，未来增长确定性强，全产业链高景气度再次被确认。

图 44: 按产业链分预收款（含合同负债）及占比（年度，亿元）

图 45: 按产业链分预收款（含合同负债）及占比（半年度，亿元）

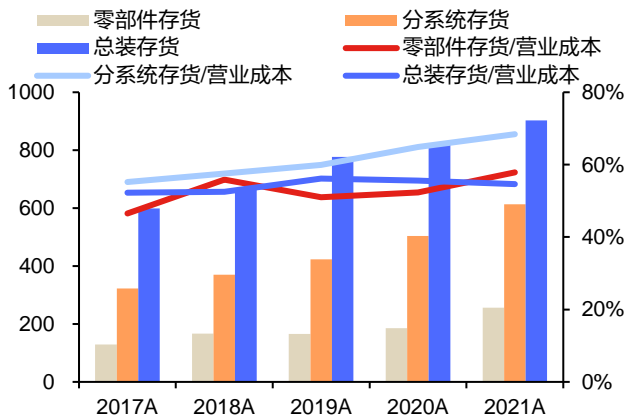


数据来源: Wind, 东方证券研究所

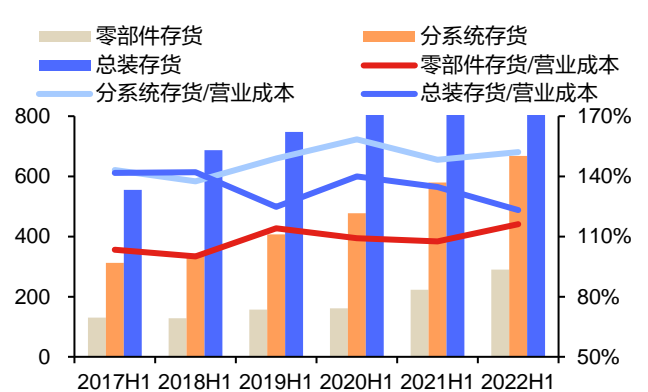


数据来源: Wind, 东方证券研究所

**存货: 22H1 中上游存货增速较快, 加紧备货生产。**半年度看, 总装、分系统和零部件增速维持较快增速, 分别为 7.81%、15.25%和 29.73%, 同时呈现由下游到上游增速逐渐加快趋势, 说明下游订单饱满, 中上游加紧备货生产。22H1 分系统、零部件层级存货营收占比均有提升, 分别增加 3.72pct、8.52pct, 总装层级存货营收占比下降 11.55pct。在营收不断增长的情况下, 或表明产业链中上游产品生产交付节奏加快。

**图 46: 按产业链分存货及占比 (年度, 亿元)**


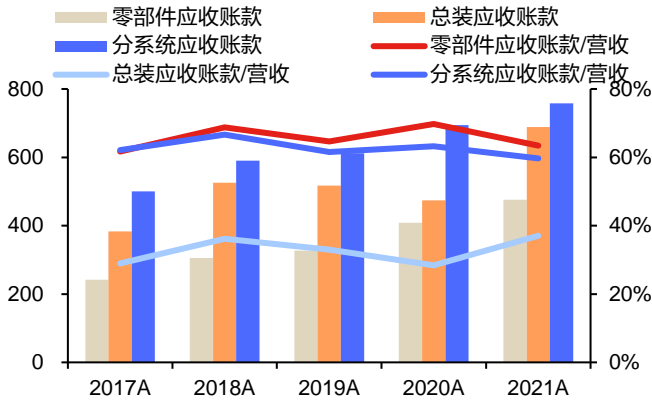
数据来源: Wind, 东方证券研究所

**图 47: 按产业链分存货及占比 (半年度, 亿元)**


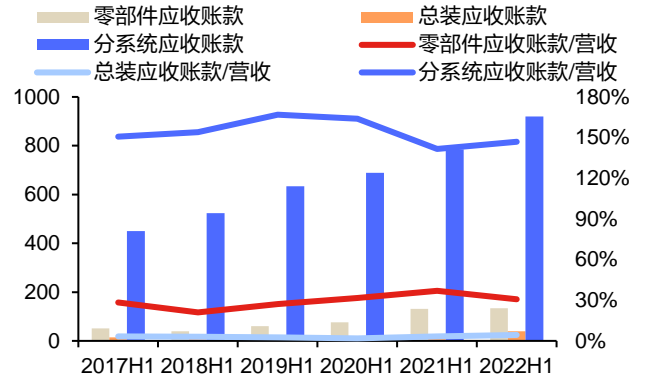
数据来源: Wind, 东方证券研究所

**应收账款: 分系统和总装应收账款营收占比略有增加, 零部件层级应收账款营收占比有所降低。**半年度看, 分系统和总装层级应收账款占比略有增加, 分别增加 5.39pct 和 0.96pct, 可能是疫情导致交付及收入确认受阻所致; 零部件层级应收账款占比有所降低 (-6.32pct)。结合前文 21、22 年总装层级收到大额预收款 (含合同负债), 未来各层级企业资金压力初步呈现缓和态势。

**图 48: 按产业链分应收账款及占比 (年度, 亿元)**
**图 49: 按产业链分应收账款及占比 (半年度, 亿元)**



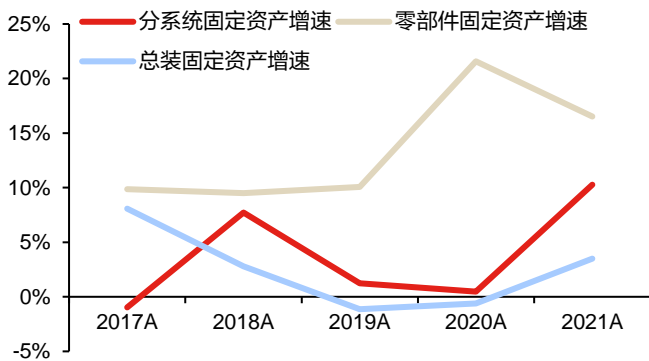
数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

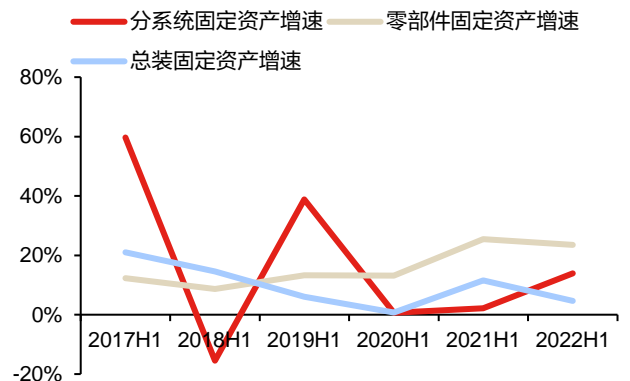
**固定资产&在建工程: 22H1 分系统层级在建工程转固顺利, 零部件层级或开启新一轮扩产。**由历史年度数据, 2019 和 2020 年零部件层级固定资产高速增长, 随后 2021 年分系统、总装层级固定资产高速增长, 或表明零部件率先扩产, 分系统、总装紧跟其后, 逐渐步入新的产能投放阶段。半年度, 22H1 分系统层级固定资产增速大幅上升至 13.95% (+11.83pct), 结合在建工程增速大幅下降至负增长, 说明其新增产能由建设逐步转向投产阶段; 零部件环节固定资产增速下降至 23.47% (-1.97pct), 结合在建工程增速大幅上升 (+21.78pct), 由以上提到的扩产规律, 零部件层级或开启新一轮扩产周期, 考虑到军工行业的强计划性, 行业景气度有望持续。

图 50: 按产业链分固定资产增速（年度同比）图表描述说明



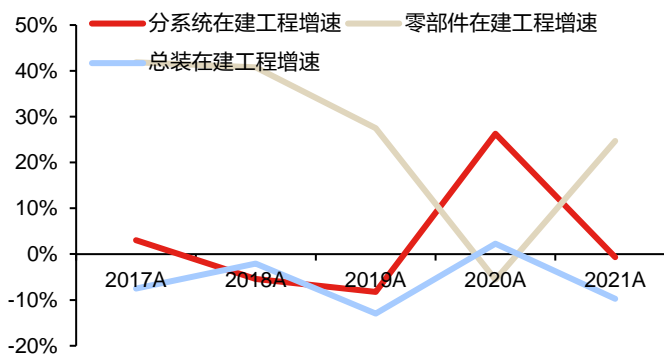
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 51: 按产业链分固定资产增速（半年度同比）



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 52: 按产业链分在建工程增速（年度同比）



有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

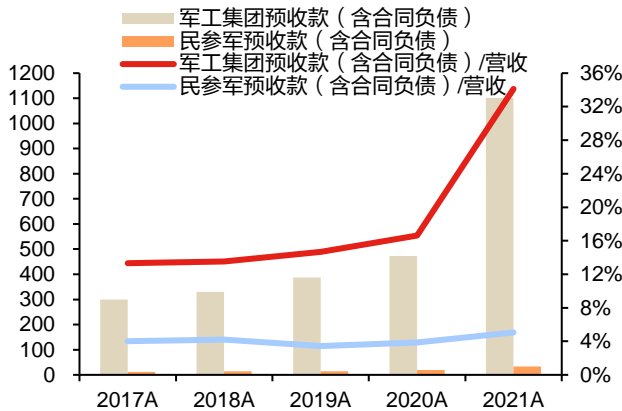
数据来源：Wind，东方证券研究所

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2 军工集团预收款（含合同负债）维持高位，全行业固定资产加速增长

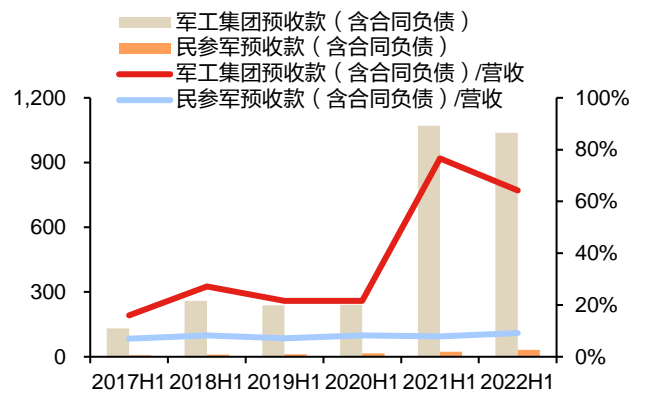
**预收款（含合同负债）：**军工集团 22H1 预收款（含合同负债）同比略下降 3.13%，但仍维持高位。从全年看，军工集团企业 21 年预收款（含合同负债）大幅增长；民参军企业整体预收款（含合同负债）规模较小，其预收款（含合同负债）相对来说更多的是反映其民品业务的订单状况。从半年看，军工集团企业 22H1 同比下降 3.13%，但相比往年仍维持高位，同时民参军企业预收款（含合同负债）同比增长 42.16%，保持较快增长态势。

图 54：按所有制分预收款（含合同负债）及占比（年度，亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

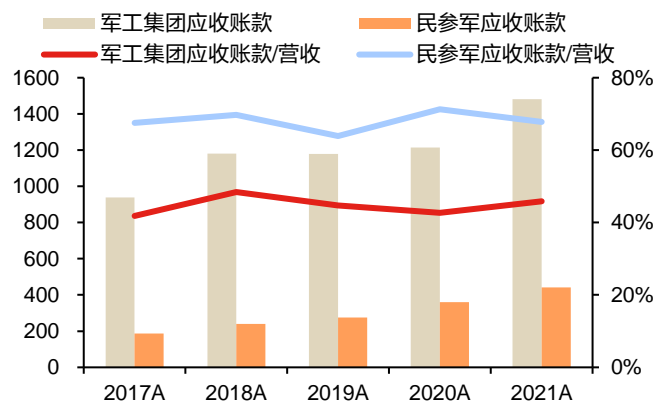
图 55：按所有制分预收款（含合同负债）及占比（半年度，亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

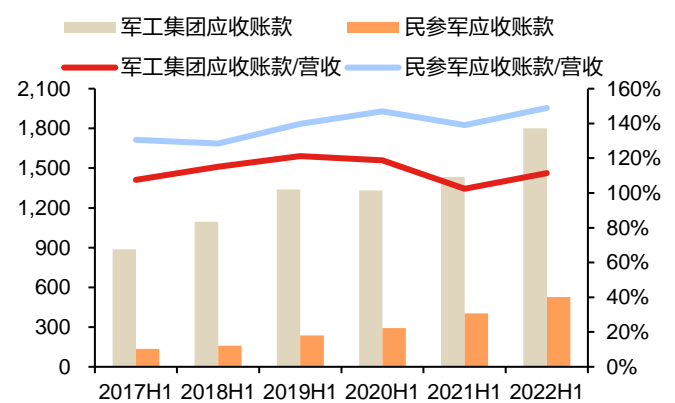
**应收账款：22H1 军工集团和民参军企业应收账款营收占比回升。**22H1 军工集团和民参军企业应收账款占比均有所回升，分别同比上升 9.03pct、9.86pct，或是由于疫情影响产品交付和销售确认所致。

图 56：按所有制分应收账款及占比（年度，亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 57：按所有制分应收账款及占比（半年度，亿元）



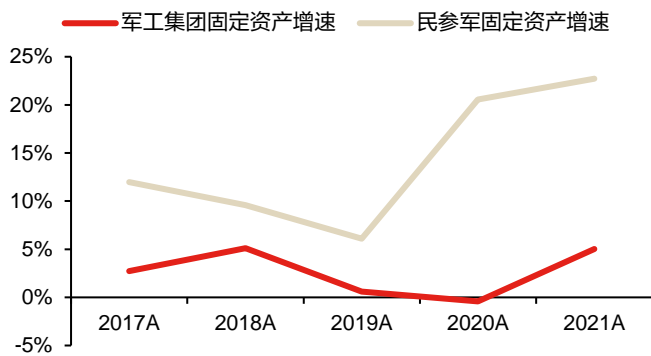
数据来源：Wind，东方证券研究所

**固定资产及在建工程：22H1 军工集团及民参军企业固定资产增速均加速增长。**民参军企业 2019 年以来固定资产增速迎来拐点，2022H1 固定资产增速达 27.58%，产能扩张较为显著；同时，22H1 军工集团固定资产增速趋稳，加上在建工程增速转负，预示在建工程顺利转固。

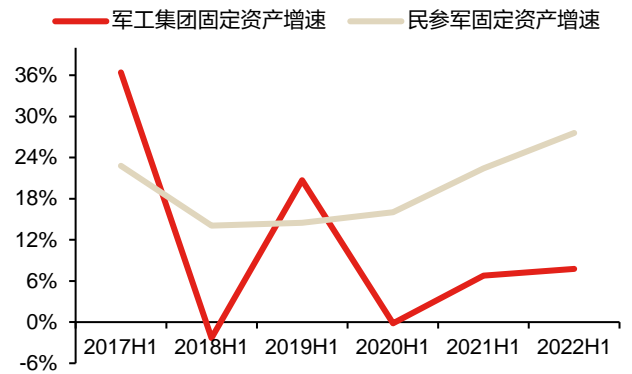
图 58：按所有制分固定资产增速（年度同比）

图 59：按所有制分固定资产增速（半年度同比）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



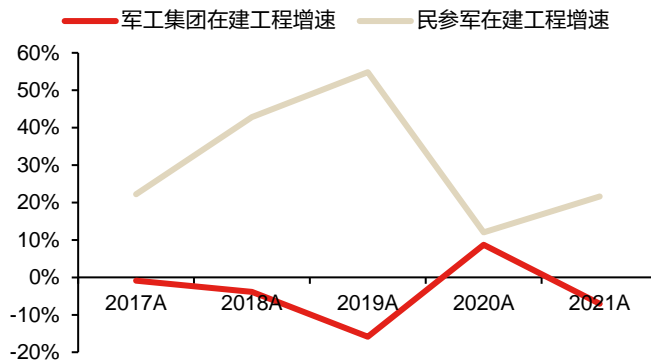
数据来源: Wind, 东方证券研究所



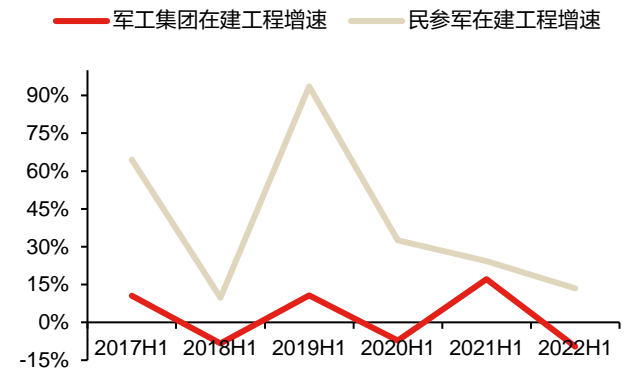
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 60: 按所有制分在建工程增速 (年度同比)

图 61: 按所有制分在建工程增速 (半年度同比)



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 投资建议

总览军工行业核心标的的年报和半年报，我们发现：

- 在上半年国内多地疫情反复、经济增速下行的压力下，军工行业 22H1 营收端和利润端延续高增长态势，验证了军工行业高景气和逆周期性，尤其以信息化和航空较为突出。并且，由于零部件及分系统企业毛利率的提升和期间费用率的下降，以及总装企业管理费用率的下降，22H1 行业整体的盈利水平持续改善。除此之外，我们注意到，民参军企业在 22 年上半年净利率同比有所下降，是近五年来的首次同比下降，主要是由于信用减值占比显著提升导致的。同时，考虑到上半年疫情对部分企业调试交付产生较大影响，以及军工行业的强计划性，我们看好 22 年未来两个季度的业绩释放。
- 在 21H1 的高基数效应下，全产业链 22H1 销售收现比均有所下降，军工集团现金流净值由 21H1 的流入转为流出，但相比往年现金流改善明显，主要与 21 年上半年中航沈飞和航发动力收到大额预收款（含合同负债）有关。同时，22H1 零部件和分系统层级现金流的流出呈现扩大趋势，行业整体处于紧凑的生产进程中。2021 年总装收到大额预收款（含合同负债）后，现金流的改善逐步传导至分系统和零部件层级，2022 年全产业链现金流有望进一步改善。
- 从前瞻性指标看，零部件预收款（含合同负债）增长 48.73%，总装层级预收款（含合同负债）同比略有下降但仍维持在高位，21 年开始，总装层级（尤其是航空领域）陆续收到的

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

大额预收款（含合同负债），由于总装企业直接向军队供货，因此总装企业预收款（含合同负债）的高增长往往对应军方订单的高增长，未来增长确定性强，全产业链高景气度再次被确认。固定资产和在建工程方面，零部件层级固定资产增长明显放缓同时在建工程增速大幅上升，而分系统层级固定资产加速增长在建工程增速大幅下降至负增长，说明产业链高景气下，中游新增产能由建设逐步转向投产阶段，上游或将开启新一轮扩产周期，行业景气度有望持续。

综合上述行业发展和内部结构演变趋势，我们建议关注高景气领域核心资产。从装备建设节奏以及不同下游的景气度研判，建议关注十四五期间景气度最高的航天（弹）、航空（发动机）和信息化领域。从产业链不同层级增速放大效应看，建议关注代表高端技术方向且具备国产替代能力的企业。从生产配套关系的内部结构演变趋势研判，建议关注承接军工集团企业外协需求，并具备一定技术实力且管理优秀的体系外配套企业。

- **信息化及原材料：**器件/材料作为供应链的最上游层级有望率先受益。信息化建议关注：振华科技(000733, 增持)、火炬电子(603678, 未评级)、中航光电(002179, 买入)、航天电器(002025, 买入)、振芯科技(300101, 未评级)、电科院(300215, 未评级)等。原材料建议关注：钢研高纳(300034, 买入)、宝钛股份(600456, 未评级)、西部超导(688122, 未评级)、图南股份(300855, 未评级)、光威复材(300699, 买入)、中航高科(600862, 买入)等。
- **分系统：**管理效率提升带来经营效益持续改善,建议关注：中航重机(600765, 买入)、中航电子(600372, 增持)、中航机电(002013, 买入)、北摩高科(002985, 买入)、派克新材(605123, 未评级)、中航电测(300114, 买入)、利君股份(002651, 未评级)、四创电子(600990, 买入)、国睿科技(600562, 未评级)、湘电股份(600416, 未评级)、应流股份(603308, 未评级)、航发控制(000738, 未评级)等。
- **总装：**高订单增速主要来自于装备升级和列装批产的需求，建议关注：中航沈飞(600760, 未评级)、中航西飞(000768, 未评级)、航发动力(600893, 未评级)、航发科技(600391, 未评级)、纵横股份(688070, 未评级)等。

## 风险提示

**订单及收入确认进度不及预期：**军工行业的采购、生产和交付进度具有一定的不确定性，因此军工企业的订单及收入确认情况可能不及预期；

**武器装备研发进度不及预期：**新型武器装备系统复杂，涉及多个技术领域，技术要求高，研发难度大且周期长，其实际的研发进度可能低于预期。

## 附录：117个标的财务概况

表 1：117 个标的 21A&22H1 财务概况（亿元）

公司	21 营收	同比	21 归母 净利润	同比	22H1 营收	同比	22H1 归母净 利润	同比
中航光电	128.67	24.86%	19.91	38.35%	81.91	22.93%	15.09	35.45%
中航高科	38.08	30.77%	5.91	37.25%	22.99	18.88%	4.76	24.04%
宝钛股份	52.46	20.94%	5.60	54.49%	33.78	18.92%	3.58	28.75%
光威复材	26.07	23.25%	7.58	18.18%	13.14	2.42%	5.06	16.48%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

菲利华	12.24	41.68%	3.70	55.44%	8.55	57.04%	2.50	37.05%
安达维尔	4.75	-22.02%	0.10	-89.08%	1.86	15.68%	0.02	114.63%
中简科技	4.12	5.72%	2.01	-13.38%	3.15	56.63%	1.85	96.70%
西部超导	29.27	38.54%	7.41	99.98%	20.84	65.95%	5.52	76.27%
西部材料	23.95	18.00%	1.33	67.55%	14.67	26.81%	0.93	29.58%
图南股份	6.98	27.73%	1.81	66.24%	4.61	32.77%	1.17	31.24%
航天电器	50.38	19.43%	4.87	12.37%	30.69	31.08%	3.04	19.00%
天箭科技	2.78	27.35%	1.11	35.19%	2.44	45.94%	0.49	1.01%
福光股份	6.75	14.82%	0.45	-11.72%	3.14	4.09%	0.11	-48.53%
盟升电子	4.76	12.42%	1.34	25.58%	1.29	-23.81%	0.10	-78.98%
光电股份	33.12	32.90%	0.62	20.40%	11.37	-1.70%	0.35	27.06%
新余国科	2.93	20.44%	0.62	26.29%	1.62	37.44%	0.31	46.38%
振华科技	56.56	43.20%	14.91	146.21%	38.36	36.18%	12.73	146.98%
天奥电子	10.43	13.81%	1.18	16.71%	3.90	6.64%	0.35	2.14%
紫光国微	53.42	63.35%	19.54	142.28%	29.05	26.72%	11.98	36.81%
火炬电子	47.34	29.48%	9.56	56.83%	19.60	-18.73%	4.96	-9.85%
宏达电子	20.00	42.79%	8.16	68.68%	11.03	19.51%	4.50	12.68%
鸿远电子	24.03	41.36%	8.27	70.09%	13.92	11.26%	4.86	6.90%
奥普光电	5.47	24.07%	0.53	8.58%	2.50	-15.15%	0.36	25.67%
赛微电子	9.29	21.38%	2.06	2.30%	3.77	-4.41%	0.08	-88.48%
景嘉微	10.93	67.21%	2.93	40.99%	5.44	14.47%	1.25	-0.86%
天和防务	5.59	-54.31%	-0.72	-170.08%	2.41	-5.16%	-0.17	-124.58%
新雷能	14.78	75.37%	2.74	122.02%	8.86	42.44%	1.85	54.87%
航发科技	35.05	28.79%	0.21	232.82%	15.94	8.71%	-0.11	80.05%
中航电测	19.43	10.39%	3.07	16.95%	9.42	-9.01%	1.25	-33.54%
中航机电	149.92	22.64%	12.71	18.27%	84.99	8.10%	6.68	26.31%
中航电子	98.39	12.49%	7.99	26.62%	51.87	12.38%	5.20	35.10%
航发控制	41.57	18.25%	4.88	30.67%	25.48	25.71%	4.08	37.37%
中航重机	87.90	31.23%	8.91	159.05%	50.77	14.57%	5.60	107.44%
江航装备	9.53	14.72%	2.31	19.23%	5.86	21.60%	1.47	15.00%
晨曦航空	2.24	-17.20%	0.27	-57.55%	0.83	-26.56%	0.05	-34.38%
爱乐达	6.14	102.12%	2.55	86.47%	3.66	61.94%	1.42	32.53%
恒宇信通	1.91	-10.65%	0.68	-30.49%	0.66	-25.82%	-0.02	-104.37%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

利君股份	9.59	17.10%	2.00	4.29%	4.20	-19.83%	1.02	-28.01%
三角防务	11.72	90.67%	4.12	101.70%	9.12	95.35%	3.01	82.35%
航亚科技	3.13	3.82%	0.24	-59.48%	1.62	23.07%	0.08	-28.40%
钢研高纳	20.03	26.35%	3.05	49.56%	11.41	37.53%	1.25	-29.22%
北摩高科	11.32	64.91%	4.22	33.43%	6.43	10.99%	2.10	-7.09%
广联航空	2.37	-24.56%	0.38	-61.83%	2.54	126.99%	0.44	85.09%
派克新材	17.33	68.65%	3.04	82.59%	12.57	64.56%	2.29	62.35%
铂力特	5.52	33.92%	-0.53	-161.48%	2.77	92.83%	-0.39	50.59%
航天发展	41.44	-6.59%	6.44	-20.26%	18.64	-16.08%	1.71	-45.45%
航天电子	159.89	14.14%	5.49	14.79%	87.24	27.28%	3.58	10.02%
中国卫通	26.34	-2.81%	5.72	17.09%	12.53	1.31%	2.84	11.16%
新光光电	1.44	15.89%	0.02	-92.45%	0.58	-23.06%	0.06	-54.52%
中兵红箭	75.14	16.26%	4.85	76.77%	32.03	11.19%	7.02	114.61%
北方导航	39.92	32.81%	1.34	113.67%	16.47	7.36%	1.17	42.44%
长城军工	16.96	6.96%	1.36	16.32%	7.43	47.87%	0.03	141.07%
天秦装备	2.41	4.71%	0.81	25.27%	0.68	-38.04%	0.19	-54.16%
捷强装备	1.98	-26.19%	0.31	-69.03%	0.26	-48.56%	-0.20	-308.49%
中国海防	48.74	4.38%	8.49	13.49%	14.78	-25.64%	1.44	-48.24%
国睿科技	34.32	-4.81%	5.26	12.75%	14.76	-10.26%	2.94	64.35%
四创电子	31.43	-20.27%	1.84	7.99%	8.69	25.24%	-0.44	22.74%
卫士通	27.89	17.00%	2.38	47.48%	13.10	55.33%	0.10	123.53%
杰赛科技	65.53	4.09%	1.42	47.04%	26.37	2.66%	0.71	5.29%
七一二	34.51	28.00%	6.88	31.58%	13.71	25.59%	2.05	29.40%
上海瀚讯	7.29	13.79%	2.35	40.53%	1.83	6.88%	0.23	7.23%
振芯科技	7.94	37.48%	1.51	87.91%	5.00	38.87%	1.63	105.09%
烽火电子	15.02	8.29%	1.11	12.22%	5.87	1.67%	0.06	-44.08%
中科海讯	2.02	61.59%	0.11	-46.03%	0.93	-16.45%	0.03	-81.17%
航天宏图	14.68	73.43%	2.00	55.19%	7.81	78.99%	0.09	52.28%
兴图新科	1.57	-18.70%	-0.46	-238.89%	0.43	-42.26%	-0.19	1161.05%
智明达	4.49	38.43%	1.12	30.30%	2.71	54.66%	0.50	8.43%
霍莱沃	3.30	43.78%	0.61	35.90%	1.10	25.68%	0.09	-5.74%
科思科技	6.10	-6.81%	1.76	-0.70%	1.17	-74.18%	-0.55	-130.03%
中航沈飞	340.88	24.79%	16.96	14.56%	198.12	23.39%	11.19	20.74%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



航发动力	341.02	19.10%	11.88	3.63%	148.06	46.83%	6.51	41.21%
中国动力	282.09	4.42%	6.13	12.93%	136.46	2.67%	2.34	-44.27%
内蒙一机	138.16	4.40%	7.47	13.78%	71.08	28.67%	4.29	13.03%
中直股份	217.90	10.86%	9.13	20.53%	67.51	-28.11%	0.17	-95.59%
中航西飞	327.00	-2.34%	6.53	-16.01%	191.20	27.04%	4.83	43.79%
中国卫星	70.59	0.74%	2.33	-34.03%	32.45	3.42%	2.28	46.81%
中天火箭	10.15	17.58%	1.22	18.28%	5.70	11.91%	0.87	-6.20%
航天彩虹	29.14	-2.49%	2.28	-16.93%	14.66	37.03%	0.72	15.64%
纵横股份	2.50	-7.90%	-0.23	-155.96%	1.18	66.62%	-0.01	94.75%
洪都航空	72.14	42.33%	1.51	14.17%	20.19	-24.96%	0.14	-76.63%
上海沪工	13.11	20.78%	1.44	18.72%	4.13	-27.65%	0.25	-52.20%
航宇科技	9.60	43.11%	1.39	91.13%	6.23	55.09%	0.94	51.27%
华秦科技	5.12	23.68%	2.33	50.61%	2.70	37.29%	1.24	39.59%
雷电微力	7.35	114.90%	2.02	66.33%	4.43	13.94%	1.94	68.50%
应流股份	20.40	11.29%	2.31	14.67%	11.00	14.46%	1.47	45.42%
万泽股份	6.56	18.77%	0.95	24.20%	3.75	33.78%	0.75	16.25%
国光电气	5.90	32.41%	1.65	72.80%	5.21	96.70%	1.10	39.23%
佳缘科技	3.17	66.27%	0.93	75.68%	1.48	11.40%	0.43	7.10%
立航科技	3.05	4.12%	0.70	0.71%	0.96	10.07%	0.09	-26.60%
理工导航	3.18	4.01%	0.73	2.55%	1.36	-6.96%	0.35	11.16%
观典防务	2.30	27.87%	0.72	35.22%	1.55	21.71%	0.62	30.73%
铖昌科技	2.11	20.60%	1.60	251.71%	1.14	42.65%	0.56	20.51%
中无人机	24.76	103.41%	2.96	79.29%	16.62	47.93%	2.36	5.10%
振华风光	5.02	38.97%	1.77	67.80%	4.01	49.67%	1.66	48.62%
西测测试	2.46	21.43%	0.67	34.78%	1.19	20.36%	0.23	19.29%
国博电子	25.09	13.40%	3.68	19.46%	17.36	53.31%	2.62	36.10%
隆达股份	7.26	34.49%	0.70	102.09%	4.82	51.34%	0.51	192.00%
超卓航科	1.41	15.36%	0.71	10.16%	0.74	21.26%	0.36	6.96%
臻镭科技	1.91	25.28%	0.99	28.48%	1.05	25.21%	0.50	23.18%
华如科技	6.86	30.41%	1.18	28.69%	1.53	82.06%	-0.37	30.44%
思科瑞	2.22	34.12%	0.97	28.57%	1.30	18.15%	0.57	9.47%
抚顺特钢	74.14	18.21%	7.83	42.02%	38.15	1.24%	1.83	-57.50%
海特高新	8.41	-12.79%	7.36	2220.94%	4.60	17.45%	0.27	-96.05%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

航新科技	11.60	-5.19%	0.26	107.81%	5.73	4.30%	0.08	-46.75%
炼石航空	9.86	-12.86%	-5.55	-15.66%	5.98	27.78%	-1.84	-47.62%
欧比特	6.96	-19.98%	0.43	-60.56%	2.68	-18.46%	0.17	-48.50%
全信股份	9.40	31.88%	1.63	17.71%	5.65	24.74%	1.06	23.92%
新研股份	13.63	47.14%	-3.04	56.81%	5.57	38.42%	-0.71	70.39%
大立科技	8.05	-26.12%	1.71	-56.16%	2.50	-60.96%	0.03	-98.97%
国瑞科技	2.20	-42.78%	-2.68	-493.15%	0.83	-30.53%	-0.25	88.81%
泰豪科技	60.63	0.30%	0.92	135.10%	18.54	-14.69%	2.52	-41.22%
银河电子	14.25	-4.83%	0.14	-91.57%	5.31	-35.09%	0.85	254.10%
雷科防务	16.22	33.45%	-2.41	-239.69%	6.60	7.08%	0.11	-83.47%
高德红外	35.00	4.98%	11.11	11.00%	12.31	-33.34%	3.77	-45.71%
睿创微纳	17.80	14.02%	4.61	-21.06%	10.87	24.89%	1.12	-58.28%
北斗星通	38.51	6.24%	2.03	38.22%	15.11	-22.99%	0.89	-20.73%
中船防务	116.72	0.54%	0.79	-97.83%	42.71	-9.46%	0.19	119.89%

备注：加粗为剔除标的。

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)