

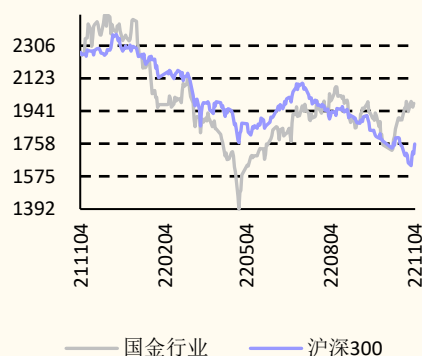
军工组

军工行业研究 买入 (维持评级)

行业深度研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金军工指数	1984
沪深 300 指数	3767
上证指数	3071
深证成指	11187
中小板综指	11936



相关报告

1. 《景气度持续，关注优质赛道平台型龙头-军工行业 2022 年中报业绩...》，2022.9.1
2. 《高景气持续，优选长坡厚雪赛道-《2022-06-09 行业中期...》，2022.6.10

军工行业 2022 年三季报总结：行业稳健增长，扩产蓄力充分

核心观点

- **军工行业前三季度增长稳健，盈利水平保持稳定。**22 年前三季度军工行业整体实现营收 2977 亿元、同比+13.1%，归母净利润 317 亿元、同比+15.6%；利润端增速持续高于收入端，规模扩张下效益不断提升。前三季度行业整体毛利率为 25.5%、同比+0.03pct，净利率为 10.6%、同比+0.2pct，利润率水平保持稳定。22Q3 军工行业整体营收与净利润同比+8.7%/+8.2%，环比-12.5%/-16.4%，主要由于 Q3 相对淡季，且三季度疫情对生产交付产生一定影响。
- **备货充分存货增加，在建工程与资本开支反应行业积极扩产。**22 年三季度末军工行业存货 2171 亿元、较年初+20.3%；随着前期批量订单逐步交付结转，合同负债金额较年初-18.2%，关注后续订单节奏、及预收款项对行业现金流的改善。三季度末在建工程与固定资产分别较年初+11.6%/+3.9%，前三季度资本性支出 209 亿元、同比+11.7%，行业整体处于扩产节奏。
- **航空航天增速领先、电子信息化盈利水平提升，上游业绩释放与扩产延续。**22 年前三季度航空与航天领域营收同比+14.7%/+20.2%，归母净利润同比+18.2%/+18.5%。电子信息化营收与归母净利润同比+8.1%/+10.5%，去年同期高基数下、增速有所放缓；毛利率同比+2.0pct、净利率同比+0.4pct，盈利能力仍有提升。上游环节业绩增速与盈利能力保持领先，前三季度营收与归母净利润同比+20.8%/+31.2%；资本性支出同比+63.2%，积极扩产有望迎来新一轮景气扩张。
- **业绩结构性分化，航发和军工电子产业链增长持续性强。**22Q3 航空主机厂环节收入端增速下降，或与交付节奏相关；受批产结构性因素及增值税政策调整影响，利润端出现下滑。航发产业链主机环节由于交付节奏原因，Q3 收入同比小幅下降；受减值计提影响，Q3 利润环比下滑。中游锻造环节延续高增长趋势，高温合金板块 Q3 毛利率逐步企稳、业绩环比提升。军工电子产业链集成电路板块业绩强势增长、利润率水平在高位仍有提升。

投资建议

- **军工基本面投资时代，布局长坡厚雪赛道。**军工电子作为武器装备的基石，信息化叠加国产化双重驱动，最具成长弹性；军用航发列装备发+换发+维修三重成长逻辑，长产业链条带动国内配套市场巨大空间；兼具战斗力和耗材属性，备战演练下**导弹产业链**受益终端需求放量。
- **展望四季度，关注新采购与交付情况。**2023 年作为“十四五”中段，新一轮武器装备采购订单蓄势待发，关注后续新签订单节奏，以及四季度伴随产品交付带来的产业链各环节现金改善与业绩提升。
- **建议关注振华科技一体化军工电子平台龙头、国博电子 T/R 组件平台龙头、振华风光国内军用模拟 IC 核心供应商、中航重机航空结构件一体化平台。**

风险提示

- 军费增长不及预期、国防信息化建设与国产化替代不及预期、原材料价格大幅波动、疫情影响供应链配套与产品交付。

杨晨

分析师 SAC 执业编号：S1130522060001
yangchen@gjzq.com.cn

黄怡文

联系人
huangyiwen@gjzq.com.cn

内容目录

样本股说明	4
军工行业整体：稳健增长叠加提质增效，盈利水平保持稳定	4
业绩增长稳健，利润端增速高于收入端	4
积极备产存货增加，行业处于产能扩张状态	4
分下游领域：航空航天增速领先，电子信息化盈利表现突出	5
Q3 航空航天同比增速放缓，航空盈利水平向好	5
电子信息化预付款和存货大幅增加，在建工程逐步转固	6
分产业链环节：需求景气，上游业绩释放与扩产节奏延续	7
Q3 上游增速保持领先，各环节利润率分化	7
景气传导各环节积极备货生产，上游扩产节奏较快	7
主要细分赛道表现	8
航空主机厂：内部业绩分化，关注型号爬坡带来的利润率改善	8
航发产业链：主机收入增长带动产业链业绩提升，中游表现亮眼	10
军工电子：增速分化，集成电路等国产化关键环节业绩弹性较大	13
导弹产业链：备战演训带动终端需求，关注配套产能解决问题	16
投资建议与重点个股推荐	18
投资建议	18
重点个股推荐	18
风险提示	18

图表目录

图表 1：军工行业 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现	4
图表 2：军工行业各年前三季度营收及利润	4
图表 3：军工行业各年前三季度利润率及期间费用率	4
图表 4：军工行业 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流	5
图表 5：军工行业 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出	5
图表 6：军工行业各领域 2022 年前三季度与 22Q3 营收及归母净利润	6
图表 7：军工各领域 22 年前三季度与 22Q3 毛利率、净利率及期间费用率	6
图表 8：军工行业各领域三季度末资产负债端情况	6
图表 9：军工各领域 22 年前三季度和 22Q3 资本性支出和经营性净现金流	7
图表 10：军工行业各环节 2022 年前三季度与 22Q3 营收与归母净利润	7
图表 11：军工各环节 22 前三季度与 22Q3 毛利率、净利率与期间费用	7
图表 12：军工行业各环节三季度末资产负债端情况	8
图表 13：军工各环节 22 年三季度和 22Q3 资本性支出和经营性净现金流	8
图表 14：航空主机厂 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现	8
图表 15：航空主机厂各年前三季度营收及利润	9

图表 16: 航空主机厂各年前三季度利润率及期间费用率	9
图表 17: 航空主机厂 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流	9
图表 18: 航空主机厂 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出	10
图表 19: 航发产业链 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现	10
图表 20: 航发产业链各年前三季度营收及利润	10
图表 21: 航发产业链各年前三季度利润率	10
图表 22: 航发产业链 22 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流	11
图表 23: 航发产业链 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出	11
图表 24: 航发产业链各板块 22 年前三季度与 22Q3 营收及归母净利润	12
图表 25: 航发各板块 22 年前三季度与 22Q3 毛利率、净利率及期间费用率	12
图表 26: 航发产业链各板块 2022 年三季度末资产负债端	13
图表 27: 航发各板块 22 年前三季度和 22Q3 资本性支出和经营性净现金流	13
图表 28: 军工电子 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现	13
图表 29: 军工电子各年前三季度营收及利润	14
图表 30: 军工电子各年前三季度利润率及期间费用率	14
图表 31: 军工电子 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流	14
图表 32: 军工电子 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出	15
图表 33: 军工电子各板块 2022 年前三季度与 22Q3 营收与归母净利润	15
图表 34: 军工电子各板块毛利率、净利率与期间费用率	15
图表 35: 军工电子各板块 2022 年三季度末资产负债端情况	16
图表 36: 军工电子各板块资本性支出和经营净现金流	16
图表 37: 导弹产业链 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现	16
图表 38: 导弹产业链各年前三季度营收及利润	17
图表 39: 导弹产业链各年前三季度利润率及期间费用率	17
图表 40: 导弹产业链 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流	17
图表 41: 导弹产业链 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出	18
图表 42: 重点公司盈利预测与估值	18

样本股说明

- 我们以申万国防军工一级行业成分股为基础，综合考虑公司产品特征与收入结构，筛选出 110 个军工行业重点标的作为本次业绩分析的样本。其中，按应用领域划分：航空 43 家、电子信息化 40 家、航天 12 家、兵器 9 家、舰船 6 家；按产业链环节划分：上游环节 29 家、中游环节 71 家、下游环节 10 家。

军工行业整体：稳健增长叠加提质增效，盈利水平保持稳定

业绩增长稳健，利润端增速高于收入端

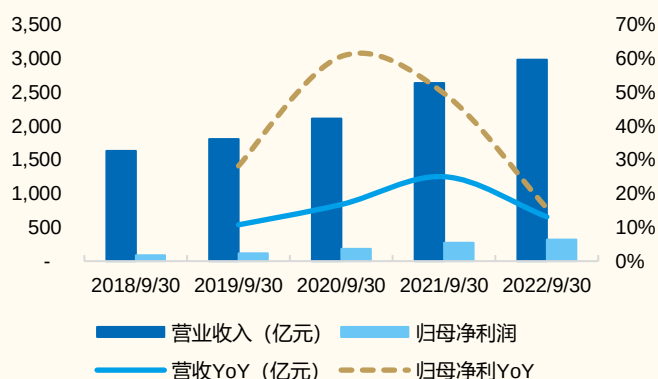
- 22 年前三季度军工行业整体增长稳健，利润端增速高于收入端。22 年前三季度军工行业整体实现营收 2977 亿元（同比+13.1%），归母净利润 317 亿元（同比+15.6%）；利润端增速持续高于收入端，规模扩张下效益不断提升。
- 22 年前三季度毛利率及净利率同比小幅提升，期间费用率持续下行。22 年前三季度军工行业整体毛利率为 25.5%（同比+0.03pct），净利率为 10.6%（同比+0.2pct），利润率保持在较高水平；期间费用率为 12.7%（同比-0.3pct），总体持续下行。
- 22Q3 收入及利润同比增长、环比下降。22Q3 军工行业整体营收与净利润同比+8.7%/+8.2%，环比-12.5%/-16.4%，主要由于 Q3 相对淡季。毛利率同比+0.8pct、环比+1.2pct，净利率同比-0.05pct、环比-0.5pct，主要因研发费用增长导致期间费用率上升。

图表 1：军工行业 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现

	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
营收	2,977	+13.1%	1,004	+8.7%	-12.5%
归母净利润	317	+15.6%	104	+8.2%	-16.4%
毛利率	25.5%	+0.03%	25.6%	+0.8%	+1.2%
净利率	10.6%	+0.23%	10.3%	-0.05%	-0.5%
期间费用率	12.7%	-0.32%	13.4%	+0.6%	+2.2%

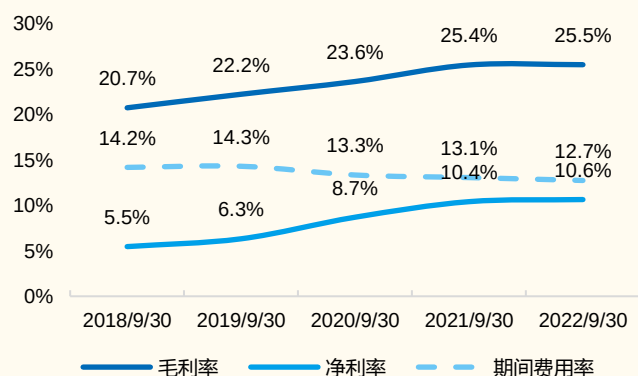
来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表 2：军工行业各年前三季度营收及利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：军工行业各年前三季度利润率及期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

积极备产存货增加，行业处于产能扩张状态

- 订单结转合同负债明显减少，积极备产存货金额继续上升。22 年三季度末军工行业整体合同负债 911 亿元，较年初-18.2%。预付款项 581 亿元（较上季度末-2.4%、较年初-6.1%）。存货 2171 亿元（较上季度末+8.7%、较

年初+20.3%)，存货金额在高位仍有上升，反映下游需求持续性、企业积极排产备货。

- 在建工程及固定资产小幅增长，资本性支出提升表明行业处于扩产状态。22 年三季度末在建工程 235 亿元（较上季度末+6.5%、较年初+11.6%），固定资产 1188 亿元（较上季度末+1.4%、较年初+3.9%），整体小幅增长。22 年前三季度资本性支出 209 亿元（同比+11.7%），22Q3 资本性支出 80 亿元（同比+7.5%、环比+21.7%），行业整体处于扩产节奏。

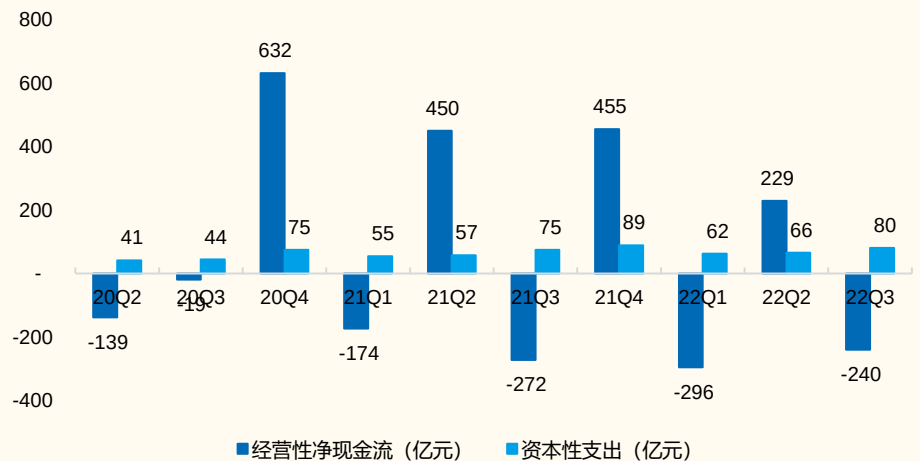
图表 4：军工行业 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流

	2022/9/30	2022/6/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	911	1,041	-12.5%	1,113	-18.2%
预付款项	581	595	-2.4%	619	-6.1%
存货	2,171	1,997	8.7%	1,804	20.3%
在建工程	235	221	6.5%	211	11.6%
固定资产	1,188	1,172	1.4%	1,143	3.9%
	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
资本性支出	209	11.7%	80	7.5%	21.7%
	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-308	4	-240	-272	229

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 22 年前三季度经营性净现金流明显流出，关注 Q4 交付及回款情况。22 年前三季度军工行业整体经营性净现金流为-308 亿元、去年同期为 4 亿元，或因今年大额合同较去年减少；22Q3 经营性净现金流为-240 亿元，关注 Q4 产品集中交付增加带来的现金流改善。

图表 5：军工行业 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出



来源：Wind，国金证券研究所

分下游领域：航空航天增速领先，电子信息化盈利表现突出

Q3 航空航天同比增速放缓，航空盈利水平向好

- 航空航天收入与利润端增速放缓，兵器与舰船利润端改善显著。22 年前三季度航空与航天领域营收同比+14.7%/+20.2%，归母净利润同比+18.2%/+18.5%；22Q3 同比增速有所放缓。电子信息化在去年同期高基数下，增长有所放缓，前三季度营收与归母净利润同比+8.1%/+10.5%；22Q3 同比增速为+8.1%/+4.9%。兵器与舰船领域前三季度归母净利润同比+19.0%/+34.3%，利润端改善较为显著。

图表 6: 军工行业各领域 2022 年前三季度与 22Q3 营收及归母净利润

	2022Q1-Q3				22Q3			
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
电子信息化	569	8.1%	111.5	10.5%	8.1%	-8.0%	4.9%	-15.3%
航空	1,829	14.7%	160.1	18.2%	7.7%	-13.6%	10.5%	-11.4%
航天	282	20.2%	22.3	18.5%	13.6%	-10.8%	9.9%	-24.6%
兵器	222	12.1%	18.1	19.0%	11.6%	-15.2%	0.6%	-44.7%
舰船	75	-3.9%	4.4	34.3%	14.8%	-16.9%	27.5%	-32.5%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

- 电子信息化毛利率保持高位, 期间费用压减航空净利率提升。22 年前三季度电子信息化毛利率 46.9%、净利率 19.6%, 同比分别+2.0pct/+0.4pct; 22Q3 毛利率与净利率环比-0.1pct/-1.6pct。前三季度航空、航天与兵器领域毛利率同比都出现小幅下降, 但期间费用压缩明显, 航空和兵器净利率分别+0.3pct/+0.5pct。舰船整体利润率有改善, 22 年前三季度毛利率小幅提升, 净利率同比+1.7pct, 22Q3 毛利率同比+1.1pct、净利率同比+0.7pct。

图表 7: 军工各领域 22 年前三季度与 22Q3 毛利率、净利率及期间费用率

22Q1-Q3	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
电子信息化	46.9%	+2.0%	19.6%	+0.4%	24.9%	+1.2%
航空	19.5%	-0.1%	8.8%	+0.3%	8.6%	-0.7%
航天	25.2%	-0.5%	7.9%	-0.1%	15.6%	+0.0%
兵器	19.4%	-0.8%	8.2%	+0.5%	10.2%	-0.1%
舰船	26.6%	+0.5%	5.9%	+1.7%	18.6%	+0.8%
22Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
电子信息化	+1.5%	-0.1%	-0.6%	-1.6%	+2.9%	+4.7%
航空	+0.9%	+1.1%	+0.2%	+0.2%	-0.3%	+0.6%
航天	+0.5%	+2.8%	-0.3%	-1.4%	+1.2%	+4.4%
兵器	-1.0%	+0.2%	-0.7%	-3.2%	+1.1%	+3.5%
舰船	+1.1%	+0.5%	0.7%	-1.6%	-1.2%	+4.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

电子信息化预付款和存货大幅增加, 在建工程逐步转固

- 电子信息化和航天领域预付款项与存货增长明显。三季度末航空领域存货较年初+21.7%, 或由于下游主机交付节奏原因。电子信息化预付款和存货分别较年初 +51.5%/+20.3%, 航天预付款和存货分别较年初 +19.1%/+18.9%, 表明企业采购与生产备货充分。

图表 8: 军工行业各领域三季度末资产负债端情况

2022/9/30	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
电子信息化	59.2	-18.4%	62.9	51.5%	388.4	20.3%	49.1	7.1%	188.7	13.2%
航空	749.6	-11.2%	382.6	-13.5%	1,388.2	21.7%	147.9	14.6%	775.1	2.7%
航天	43.7	-12.7%	69.5	19.1%	248.9	18.9%	16.6	-4.9%	99.2	6.5%
兵器	52.3	-62.0%	34.1	-34.9%	94.7	16.3%	15.1	27.4%	85.0	-3.4%
舰船	6.2	-36.7%	31.5	31.9%	50.9	2.0%	6.4	-0.1%	39.8	-1.9%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

- 电子信息化在建工程转固, 航空资本性支持高增。三季度末电子信息化在建工程较年初增长 7.1%、固定资产较年初增长 13.2%, 在建工程转固加速, 本轮扩产或接近尾声、产能将逐步释放。航空 22Q3 资本性支出同比 +17.4%、环比+13.6%, 扩产节奏延续。

- 22Q3 经营性净现金流普遍减少，舰船领域现金流转正。22 年前三季度和 22Q3 经营性净现金流较去年同期普遍减少，或因季节性备货和交付回款节奏因素影响；舰船三季度经营性净现金流实现转正。

图表 9：军工各领域 22 年前三季度和 22Q3 资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出					经营性净现金流				
	22Q1-Q3	同比增长	22Q3	同比增长	环比增长	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
电子信息化	58.5	51.9%	22.1	10.0%	45.3%	-38.6	-13.8	-6.1	-1.1	9.8
航空	115.3	63.0%	45.2	17.4%	13.6%	-125.9	88.8	-206.7	-258.1	270.1
航天	23.2	56.8%	8.4	-26.9%	16.7%	-53.8	-15.5	-12.6	0.6	-15.0
兵器	7.8	32.5%	2.5	-26.0%	-11.3%	-83.0	-46.0	-15.2	-5.9	-39.1
舰船	3.8	95.9%	2.1	74.1%	115.7%	-6.4	-9.3	0.3	-7.4	3.1

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

分产业链环节：需求景气，上游业绩释放与扩产节奏延续

Q3 上游增速保持领先，各环节利润率分化

- 产业链各环节业绩同比增长，上游增速领先。2022 年前三季度上游环节营收与归母净利润同比+20.8%/+31.2%，22Q3 同比+18.0%/+24.2%，业绩增速保持领先。22Q3 中游环节营收与归母净利润同比+9.7%/-0.1%，下游环节同比+3.2%/-12.1%，中游与下游收入端小幅增长、利润端相对承压。

图表 10：军工行业各环节 2022 年前三季度与 22Q3 营收与归母净利润

	2022Q1-Q3				22Q3			
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
上游	686	20.8%	154.2	31.2%	18.0%	-2.1%	24.2%	-3.8%
中游	1,097	9.0%	106.0	2.2%	9.7%	-12.1%	-0.1%	-22.8%
下游	1,194	12.9%	56.4	7.3%	3.2%	-18.0%	-12.1%	-32.4%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 上游盈利水平保持高位，中游与下游 Q3 毛利率环比提升。2022 年前三季度上游环节毛利率与净利率分别为 41.8%/22.5%，同比+1.3pct/+1.8pct，22Q3 毛利率环比-0.7pct，净利率环比-0.4pct，整体盈利水平保持高位。22Q3 中游与下游环节毛利率环比+1.2pct/+0.4pct，净利率有所下降，主要由于期间费用率增加。

图表 11：军工各环节 22 前三季度与 22Q3 毛利率、净利率与期间费用

22Q1-Q3	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
上游	41.8%	1.3%	22.5%	1.8%	15.0%	-1.2%
中游	31.2%	-0.5%	9.7%	-0.6%	19.6%	0.4%
下游	10.8%	-0.5%	4.7%	-0.2%	5.1%	-0.4%
22Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
上游	0.0%	-0.7%	1.1%	-0.4%	-0.9%	1.3%
中游	0.7%	1.2%	-0.9%	-1.3%	1.5%	4.4%
下游	0.0%	0.4%	-0.7%	-0.9%	0.0%	0.1%

来源：Wind，国金证券研究所

景气传导各环节积极备货生产，上游扩产节奏较快

- 订单沿产业链条有序传导，积极备货生产有望迎来新一轮景气扩张。三季度末各环节合同负债较年初均有不同程度下降，下游预付款项有所下降，上游与中游环节预付款项增长明显，表明订单沿产业链条向上有序传导、产品交付顺利进行。各环节存货增长明显，全行业积极备货生产。

图表 12：军工行业各环节三季度末资产负债端情况

2022/9/30	合同负债	较年初 增长	预付款项	较年初 增长	存货	较年初 增长	在建工程	较年初 增长	固定资产	较年初 增长
上游	36.3	-17.7%	30.9	35.9%	317.7	20.9%	60.7	40.0%	258.8	9.4%
中游	144.6	-21.4%	149.2	24.8%	856.9	15.2%	110.9	4.5%	507.1	4.7%
下游	730.0	-17.5%	400.5	-15.9%	996.4	25.0%	63.5	3.9%	421.9	-0.2%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 资本性支出前瞻指标表明上游处于较快扩产节奏。三季度末上游环节在建工程与固定资产较年初+40.0%/+9.4%，前三季度资本性支出同比+63.2%，扩产节奏明显。中游环节在建工程部分转固、资本性支出增长较高，下游环节在建工程较年初+3.9%，扩产节奏平稳。
- 经营性净现金流上游较去年同期持平，中游环节下降明显。上游环节经营性净现金流前三季度和 22Q3 与去年同期基本持平，中游环节前三季度为-175.2 亿元、去年同期为 5.2 亿元，下降明显。下游环节或受航空与航发主机厂合同节奏影响，前三季度经营性现金流较去年同期下降。

图表 13：军工各环节 22 年三季度和 22Q3 资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出					经营性净现金流				
	22Q1-Q3	同比 增长	22Q3	同比 增长	环比 增长	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
上游	68.6	63.2%	24.3	10.9%	23.3%	19.6	20.5	6.2	9.4	38.9
中游	99.6	58.5%	39.8	7.4%	25.4%	-175.2	5.2	-33.5	-5.3	-26.6
下游	40.5	49.8%	16.2	3.2%	11.5%	-152.0	-21.4	-213.0	-276.1	216.6

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

主要细分赛道表现

航空主机厂：内部业绩分化，关注型号爬坡带来的利润率改善

- 收入端保持增长，产品结构调整业绩分化
- 主机厂收入端保持增长，增速有所放缓。22 年前三季度航空主机厂整体实现营收 763 亿元（同比+8.7%），归母净利润 29 亿元（同比-7.1%），利润端受中直股份业绩下滑影响较大。22Q3 营收与归母净利润同比+2.2%/-13.5%，Q3 业绩同比下滑主要系中航西飞税金影响；环比-19.5%/-11.1%，环比下降主要系主机厂收入季节性特点。
- 主机厂 22Q3 内部业绩分化，归母净利润来看，中航沈飞和中无人机同比+26.0%/+66.6%，业绩表现突出；受产品结构因素影响，中直股份、洪都航空、航天彩虹同比-86.9%/-76.4%/-26.6%；受税金大幅增加因素影响，中航西飞归母同比-36.0%。
- 22 年前三季度航空主机厂毛利率为 9.1%（同比-0.4pct），净利率 3.8%（同比-0.7pct），Q3 航空主机厂毛利率同比持平、环比+0.7pct、净利率同比-0.7pct、环比+0.4pct。期间费用率小幅压缩、利润率环比小幅上涨，随着批产型号爬坡、未来盈利能力有望改善。

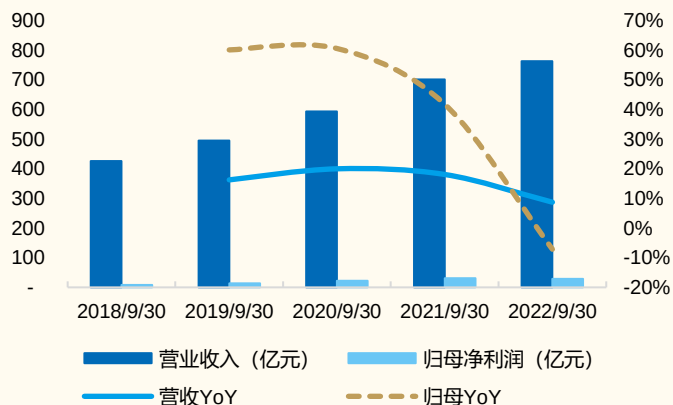
图表 14：航空主机厂 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现

	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
营收	763	8.7%	254	2.2%	-19.5%
归母净利润	29	-7.1%	10	-13.5%	-11.1%
毛利率	9.1%	-0.4%	9.2%	0.0%	0.7%
净利率	3.8%	-0.7%	3.8%	-0.7%	0.4%

	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
期间费用率	4.0%	-0.2%	3.6%	-0.3%	-0.6%

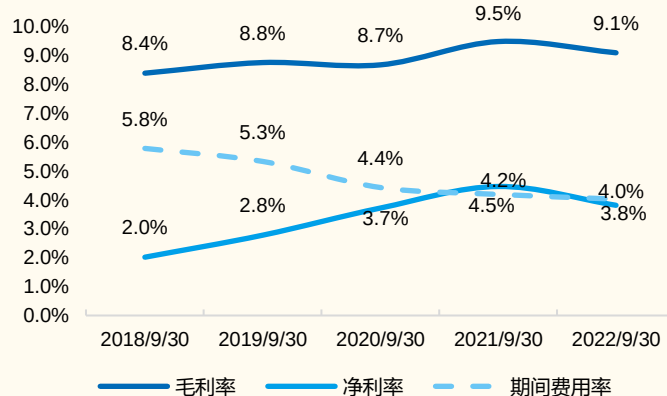
来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表 15：航空主机厂各年前三季度营收及利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：航空主机厂各年前三季度利润率及期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

- 订单结转合同负债下降，静待后续批量大单
- “十四五”批量大单交付结转有序，合同负债减少。三季度末航空主机厂整体合同负债 474 亿元（较年初-10.3%、较上季度末-15.6%），预付款项 307 亿元（较年初-20.5%、较上季度末-8.9%）。今年 Q2 西飞大额订单落地，其他主机方向后续如有批量大单落地，将对产业链现金状况有较大改善。
- 需求拉动存货高位增长，资本性支出上升。三季度末航空主机厂存货 612 亿元（较年初+18.9%、较上季度末+13.6%），交付需求下，主机厂积极生产备货。在建工程 25 亿元（较年初+13.9%、较上一季度末-5.2%），固定资产较年初及与上季度末基本持平，22Q3 资本性支出同比+67.2%、环比+46.2%，主要是沈飞项目投入增加。

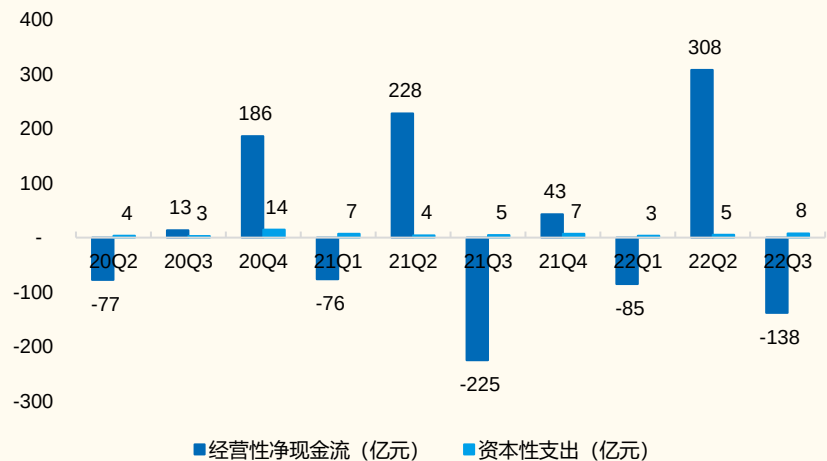
图表 17：航空主机厂 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流

	2022/9/30	2022/6/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	474	561	-15.6%	528	-10.3%
预付款项	307	337	-8.9%	386	-20.5%
存货	612	541	13.1%	515	18.9%
在建工程	25	26	-5.2%	22	13.9%
固定资产	174	172	1.0%	176	-1.4%
	22Q1-Q3	同比增长	22Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	16	4.9%	8	67.2%	46.2%
	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	85	-74	-138	-225	308

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 前三季度航空主机厂整体经营性净现金流 85 亿元、去年同期为-74 亿元；22Q3 经营性净现金流-138 亿元、去年同期为-225 亿元。主要系去年沈飞 22Q2 合同负债在 Q3 形成大额预付款项、主机端现金减少明显。

图表 18: 航空主机厂 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出



来源: Wind, 国金证券研究所

航发产业链: 主机收入增长带动产业链业绩提升, 中游表现亮眼

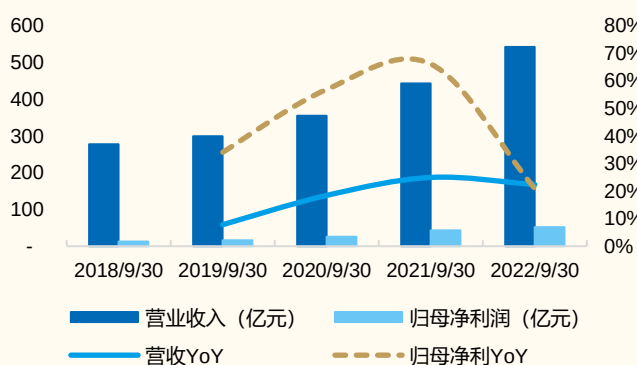
- 高基数下收入与利润增速放缓, Q3 毛利率企稳
- 前三季度航发产业链收入端与利润端同比增速稳定增长。22 年前三季度航发产业链整体实现营收 541 亿元 (同比+22.4%), 归母净利润 52 亿元 (同比+20.9%), 22Q3 营收环比-9.7%, 归母净利润环比-15.3%, 或由于交付节奏波动、Q3 短期业绩承压。
- 毛利率受原材料价格和型号爬坡影响逐步筑底, 净利率保持平稳。22 年前三季度航发产业链整体毛利率为 20.8% (同比-1.7pct)、净利率为 9.6% (同比-0.1pct), 期间费用率为 8.6% (同比-2.0pct)。毛利率下降, 一方面由于能源、原材料涨价导致成本端承压, 另一方面主力型号产品处于产能爬坡阶段。产业链控费能力增强, 平滑毛利率下降影响, 净利率基本持平。

图表 19: 航发产业链 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现

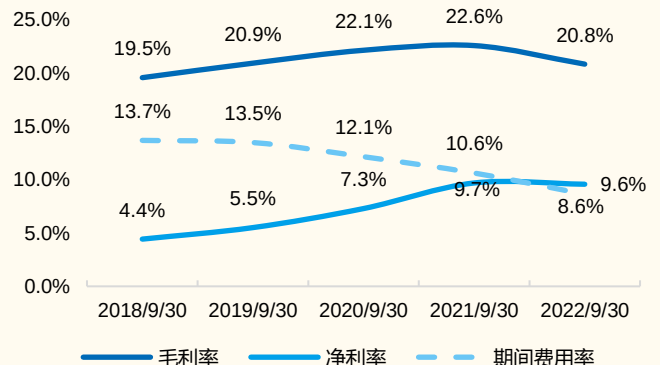
	22Q1-Q3	同比增长	22Q3	同比增长	环比增长
营收	541	22.4%	187	7.9%	-9.7%
归母净利润	52	20.9%	18	5.0%	-15.3%
毛利率	20.8%	-1.7%	20.3%	0.1%	-0.4%
净利率	9.6%	-0.1%	9.5%	-0.3%	-0.6%
期间费用率	8.6%	-2.0%	7.9%	-1.0%	-0.2%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表 20: 航发产业链各年前三季度营收及利润



图表 21: 航发产业链各年前三季度利润率



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **航发需求高景气，备货扩产有序推进**
- 合同负债仍处高位表明景气延续，积极备产下预付款项与存货大幅增长。三季度末航发产业链整体合同负债 220 亿元（较年初-9.9%，较上季度末+0.1%），仍位于历史高位，表明航发赛道高景气持续。预付款项 51 亿元（较年初+32.5%，较上季度末+13.9%），存货 449 亿元（较年初+32.5%，较上季度末-0.6%），预付款项与存货高增表明行业整体处于积极备货排产阶段。
- 在建工程转固产能逐步释放，扩产支撑长期发展。三季度末航发产业链在建工程 60 亿元（较年初+12.6%，较上季度末-0.6%），固定资产 335 亿元（较年初+3.4%，较上季度末+1.9%）。在建工程转固下产能逐步释放，资本性支出前三季度共 44 亿元，单三季度为 16 亿元，或表明产业链仍处于稳定扩产状态。

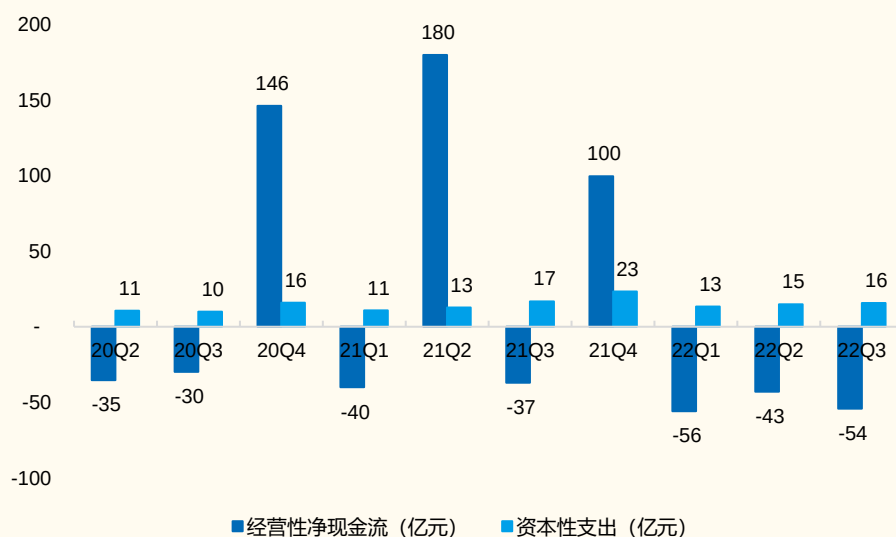
图表 22：航发产业链 22 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流

	2022/9/30	2022/6/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	220	220	0.1%	245	-9.9%
预付款项	51	45	13.9%	39	32.5%
存货	449	407	10.5%	339	32.5%
在建工程	60	60	-0.6%	53	12.6%
固定资产	335	328	1.9%	324	3.4%
	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
资本性支出	44	9.2%	16	-6.5%	6.1%
	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-153	103	-54	-37	-43

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 经营性净现金预计年底回款后好转。22 年前三季度航发产业链整体经营性净现金流-153 亿元，主要由于军品集中年底回款，去年同期 103 亿元主要系航发动力去年二季度取得大额合同定金。22Q3 经营性净现金流为-54 亿元、去年同期为-37 亿，预计年底回款后产业链现金流有望改善。

图表 23：航发产业链 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出



来源：Wind，国金证券研究所

- 航发各环节业绩：Q3 主机环节收入下滑，中游锻造稳定增长
- 主机与系统受交付节奏影响环比出现波动，中游锻造业绩表现突出。主机与系统 22 年前三季度营收与归母净利润同比+22.4%/+28.0%，延续高增势头；22Q3 营收与归母净利润环比-18.0%/-42.1%，收入波动受交付节奏影响较大、利润端下滑主要由于航发动力计提减值损失增加。中游锻造板块及钛合金板块前三季度归母净利润+57.2%/+35.5%，充分受益行业高景气、业绩如期释放。高温合金板块受镍价波动影响，前三季度归母净利润同比-34.5%。

图表 24：航发产业链各板块 22 年前三季度与 22Q3 营收及归母净利润

	2022Q1-Q3				22Q3			
	营业收入	同比增长	归母净利润	同比增长	营收 同比增长	营收 环比增长	归母净利润 同比增长	归母净利润环 比增长
主机与系统	262	22.4%	15.1	28.0%	-5.0%	-18.0%	6.7%	-42.1%
中游锻造	108	29.7%	14.0	57.2%	40.8%	-2.7%	19.6%	0.4%
高温合金	84	11.3%	7.0	-34.5%	14.7%	3.0%	-26.1%	15.9%
钛合金	84	24.7%	13.7	35.5%	11.3%	-2.9%	9.5%	-8.8%
特种功能材料	4	38.6%	2.0	48.1%	41.0%	25.1%	64.6%	17.1%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 主机系统期间费用率压减明显，高温合金毛利率同比下降、环比企稳。主机与系统 22 年前三季度毛利率与净利率同比-2.5pct/+0.3pct，期间费用率下降对主机与系统净利率表现贡献突出。中游锻造板块 Q3 毛利率与净利率同比有所下降，主要由于中航重机 21 年利润率季度间波动较大、21Q3 基数较高。高温合金板块 Q3 毛利率同比-7.0pct、环比-0.3pct，随着镍价趋稳后续有望改善。钛合金板块受产品结构因素影响。Q3 毛利率与净利率分别环比-4.6pct/-1.0pct。

图表 25：航发各板块 22 年前三季度与 22Q3 毛利率、净利率及期间费用率

22Q1-Q3	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
主机与系统	14.5%	-2.5%	5.8%	0.3%	7.9%	-2.7%
中游锻造	29.1%	-0.4%	12.9%	2.3%	9.0%	-2.4%
高温合金	19.1%	-5.3%	8.4%	-5.9%	10.1%	-0.5%
钛合金	29.5%	1.6%	16.4%	1.3%	8.5%	-0.6%
特种功能材料	58.7%	0.8%	46.4%	3.0%	16.3%	-3.5%
22Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
主机与系统	1.7%	-0.6%	0.6%	-2.1%	-0.1%	0.1%
中游锻造	-2.9%	0.4%	-2.4%	0.4%	-3.6%	0.5%
高温合金	-7.0%	-0.3%	-5.2%	1.0%	-3.1%	-1.1%
钛合金	-1.6%	-4.6%	-0.3%	-1.0%	-0.4%	-1.8%
特种功能材料	1.1%	1.8%	6.8%	-3.3%	-0.6%	-3.8%

来源：Wind，国金证券研究所

- 航发各环节生产与投资：高温合金持续扩产，中游锻造业务拓展
- 交付有序推进合同负债下降，预付款项与存货增长。三季度末主机与系统、中游锻造、钛合金板块合同负债较年初均有下降，订单交付较为顺利。各板块预付款项与存货增长，积极生产备货充分保障主机交付需求。
- 国产化要求牵引下高温合金持续扩产，中游锻造板块业务拓展。三季度末高温合金板块在建工程较年初+67.7%，其中抚顺特钢在建工程增幅较大。9 月份工信部等四部门联合印发原材料工业“三品”实施方案，强调进一步推进高温合金行业发展。航发批产放量叠加国产化替代下高温合金产能扩张有望推动长期发展。中游锻造企业在建工程较年初+31.5%，相关公司进行业务拓展，提升交付能力。

图表 26：航发产业链各板块 2022 年三季度末资产负债端

2022/9/30	合同 负债	较年初 增长	预付款项	较年初 增长	存货	较年初 增长	在建 工程	较年初 增长	固定资 产	较年初 增长
主机与系统	205.6	-9.1%	40.7	45.3%	303.4	20.0%	27.7	-10.2%	215.8	2.1%
中游锻造	5.9	-30.7%	4.6	-2.9%	50.9	15.7%	12.4	31.5%	35.5	8.8%
高温合金	5.4	31.1%	2.4	4.7%	41.0	11.6%	10.7	67.7%	45.2	4.8%
钛合金	3.5	-41.3%	3.4	2.8%	53.5	16.2%	8.2	25.3%	37.0	4.8%
特种功能材料	0.1	447.9%	0.3	-30.2%	0.5	35.7%	0.9	77113.3%	1.1	4.4%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 主机与系统及中游锻造板块 22 年前三季度经营性净现金流有所下降，主要系去年同期获得较大额合同定金所致。除高温合金外各个子版块 Q3 回款状况较去年有所下降，推测为主机交付节奏影响，预计 Q4 有所好转。

图表 27：航发各板块 22 年前三季度和 22Q3 资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出					经营性净现金流				
	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
主机与系统	23.0	1.8%	8.1	-21.2%	-10.0%	-149.4	94.5	-54.7	-39.0	-55.6
中游锻造	7.5	-7.3%	3.7	11.5%	90.6%	-6.2	10.1	-0.3	2.1	3.7
高温合金	6.3	16.4%	1.5	-25.7%	-33.5%	3.8	-0.5	2.3	2.2	3.0
钛合金	6.2	71.9%	2.1	76.2%	91.4%	-0.8	-2.6	-0.8	-2.4	4.8
特种功能材料	1.0	68.8%	0.4	1025.6%	-33.6%	-0.4	1.2	-0.7	0.1	1.0

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

军工电子：增速分化，集成电路等国产化关键环节业绩弹性较大

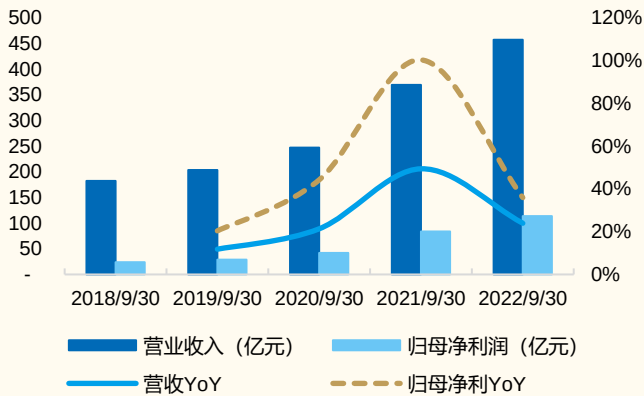
- 收入和利润保持较高增速，盈利能力稳定
- 军工电子产业链营收与利润保持增长，高基数下增速有所放缓。22 年前三季度军工电子产业链整体实现营收 457 亿元（同比+23.9%），归母净利润 114 亿元（同比+35.9%），高基数下增幅较去年同期有所放缓。22Q3 营收与归母净利润同比+21.5%/+25.3%、环比-2.8%/-6.1%，环比增速小幅下滑或因季节性因素。
- 盈利能力稳定，期间费用率压缩显著。22 年前三季度军工电子产业链整体毛利率为 48.5%（同比+1.3pct），净利率为 24.8%（同比+2.2pct），利润率高水平下仍有提升。期间费用率为 18.6%（同比-1.3pct），下游高景气牵引下规模效应逐步显现，叠加市场化激励措施，费用率压缩显著。22Q3 毛利率与净利率同比-0.1pct/+0.7pct、环比+0.3pct/-0.9pct，盈利能力相对稳定。

图表 28：军工电子 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现

	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
营收	457	23.9%	155	21.5%	-2.8%
归母净利润	114	35.9%	38	25.3%	-6.1%
毛利率	48.5%	1.3%	48.1%	-0.1%	0.3%
净利率	24.8%	2.2%	24.5%	0.7%	-0.9%
期间费用率	18.6%	-1.3%	19.8%	-0.6%	2.9%

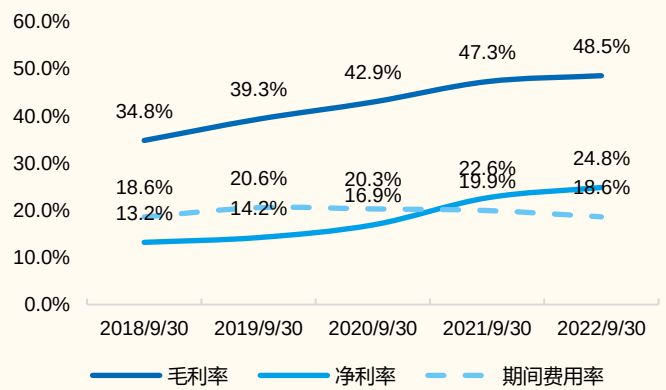
来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表 29：军工电子各年前三季度营收及利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：军工电子各年前三季度利润率及期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

■ 高景气下持续充分备产，产能扩张逐步到位

- 预付款项与存货大幅增长，积极备产预期高景气持续。22 年三季度末军工电子产业链整体合同负债 21 亿元（较上季度末-9.6%、较年初-32.9%），主要因去年下半年主要企业获得大额合同负债，今年以来订单逐步消化。预付款项 19 亿元（较上季度末+8.8%、较年初+55.8%），存货 212 亿元（较上季度末+6.9%、较年初+27.6%），相关企业积极备货生产、预期行业高景气持续。
- 在建工程转固释放产能，阶段性扩产逐步到位。22 年三季度末军工电子产业链在建工程较年初-3.4%，固定资产较年初+24.1%，前三季度资本性支出同比-2.4%。或表明本轮阶段性扩产接近尾声，产能预期充分释放。

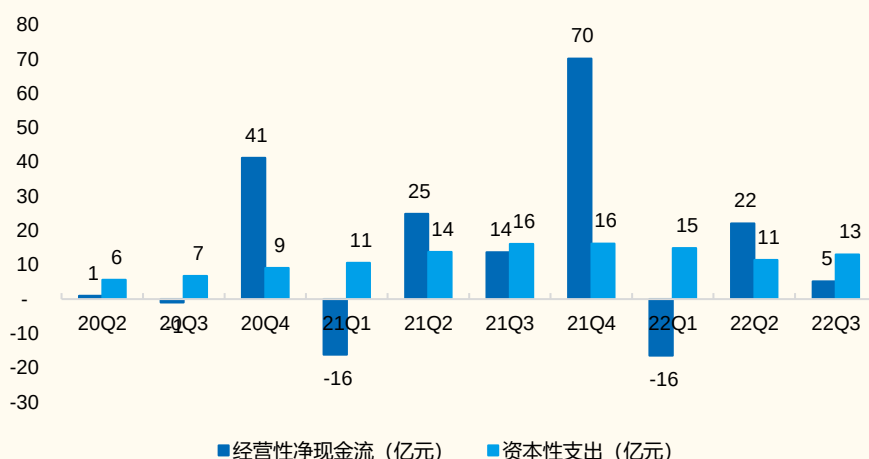
图表 31：军工电子 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流

	2022/9/30	2022/6/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	21	24	-9.6%	32	-32.9%
预付款项	19	17	8.8%	12	55.8%
存货	212	198	6.9%	166	27.6%
在建工程	31	31	1.3%	32	-3.4%
固定资产	122	117	4.7%	98	24.1%
	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
资本性支出	39	-2.4%	13	-19.2%	13.6%
	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	11	22	5	14	22

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 22 年前三季度军工电子产业链整体经营性净现金流 11 亿元、去年同期为 22 亿元；22Q3 经营性净现金流 5 亿元、去年同期为 14 亿元。经营性净现金流有所下降，或因回款减少及阶段性备货因素影响。

图表 32：军工电子 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出



来源：Wind，国金证券研究所

■ 军工电子各环节业绩：模块组件营收快速增长，集成电路盈利表现突出

■ 被动元件增速放缓，集成电路和模块组件高增长延续。被动元件前三季度营收与归母净利润同比+14.9%/+16.6%，22Q3 同比+13.4%/+15.9%；在 21 年高基数以及下游备货库存影响下，增速有所下滑。集成电路前三季度营收与归母净利润同比+32.9%/+61.3%，主要企业收入端和利润端均实现较快增长。模块组件前三季度营收与归母净利润同比+41.6%/+26.8%、22Q3 营收+35.1%，收入规模扩大明显，利润端相对表现较弱。

图表 33：军工电子各板块 2022 年前三季度与 22Q3 营收与归母净利润

	2022Q1-Q3				22Q3			
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
被动元件	236	14.9%	47.7	16.6%	13.4%	-4.4%	15.9%	-11.1%
集成电路	156	32.9%	55.1	61.3%	29.7%	8.5%	36.6%	4.6%
模块组件	65	41.6%	10.7	26.8%	35.1%	-19.5%	12.3%	-30.5%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

■ 被动元件利润率较稳定，集成电路盈利能力明显提升，模块组件利润率下滑明显。被动元件前三季度和 22Q3 毛利率保持稳定、费用率压缩下净利率小幅提升。集成电路前三季度毛利率与净利率分别达到 64.8%/35.2%、同比+4.9pct/+6.2pct，盈利能力表现突出且有大幅提升。模块组件前三季度毛利率与净利率同比-5.5pct/-1.9pct，受原材料价格上涨、芯片国产替代推进因素影响，中游利润率承压。

图表 34：军工电子各板块毛利率、净利率与期间费用率

22Q1-Q3	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
被动元件	40.5%	-0.3%	20.2%	0.3%	14.6%	-0.8%
集成电路	64.8%	4.9%	35.2%	6.2%	24.9%	-2.6%
模块组件	38.7%	-5.5%	16.6%	-1.9%	18.1%	-2.8%
22Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
被动元件	-0.8%	-0.7%	0.4%	-1.5%	-1.6%	1.5%
集成电路	1.8%	-0.7%	1.8%	-1.3%	0.9%	3.7%
模块组件	-7.1%	-0.6%	-3.1%	-2.4%	-3.3%	3.7%

来源：Wind，国金证券研究所

- 军工电子各环节生产与投资：模块组件与集成电路存货大幅增长，转固产能释放
- 交付有序下被动元件和模块组件合同负债下降明显，集成电路预付款项大幅增加。三季度末被动元件与模块组件合同负债较年初-32.2%/-82.6%，模块组件合同负债大幅下降主要受国博电子合同交付结转影响。集成电路板块预付款项与存货较年初+76.1%/+37.3%，模块组件预付款项较年初+22.2%/+41.4%，预示下游需求旺盛、企业积极备产，高增长或可持续。

图表 35：军工电子各板块 2022 年三季度末资产负债端情况

2022/9/30	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
被动元件	9.5	-32.2%	3.4	11.7%	93.7	15.8%	12.9	0.7%	71.5	23.0%
集成电路	10.5	1.8%	14.1	76.1%	74.8	37.3%	6.2	9.8%	34.1	17.9%
模块组件	1.3	-82.6%	1.1	22.2%	43.6	41.4%	12.1	-12.5%	16.6	45.4%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 三大板块资本性开支同比小幅下滑，固定资产均有明显增长。三季度末集成电路板块在建工程与固定资产较年初+9.8%/+17.9%，模块组件板块在建工程与固定资产较年初-12.5%/+45.4%，在建工程转固节奏明显，产能得到进一步释放。军工电子产业链各环节资本性支出同比下降，或预示本轮扩产接近尾声。
- 季度因素影响经营性净现金流表现。被动元件和集成电路板块 22Q3 经营性净现金流较 Q2 均减少，结合历史情况预计四季度回款增加带来行业现金流改善。

图表 36：军工电子各板块资本性支出和经营净现金流

	资本性支出					经营性净现金流				
	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
被动元件	19.0	-2.0%	6.7	-23.7%	24.4%	6.9	9.1	0.6	2.1	16.8
集成电路	14.0	-3.6%	4.0	-17.5%	8.9%	13.0	13.4	5.6	4.2	9.0
模块组件	6.3	-1.0%	2.3	-6.5%	-3.1%	-9.1	-0.1	-1.1	7.4	-3.8

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

导弹产业链：备战演训带动终端需求，关注配套产能解决问题

- 营收保持增长，规模放量下盈利能力有望改善
- 导弹产业链收入端保持增长，利润端短期承压。2022 年前三季度导弹产业链整体实现营收 149 亿元（同比+17.9%），归母净利润 30 亿元（同比-1.3%）；22Q3 营收与归母净利润环比-7.5%/-9.0%。由于相关标的导弹领域收入占比不同、内部业绩分化明显，国博电子、新雷能归母净利润增速较高，22 年前三季度同比+37.6%/+46.7%。
- 短期因素扰动，旺盛需求下利润率有望修复。22Q3 整体毛利率为 40.4%（同比-3.9pct，环比-0.6pct）、净利率为 18.6%（同比-4.4pct，环比-0.3pct），期间费用率同环比小幅增加，主要系研发投入增加。实战化演练导弹消耗增加，预期随着后续产业链产能扩充到位，规模放量有望带来盈利能力改善。

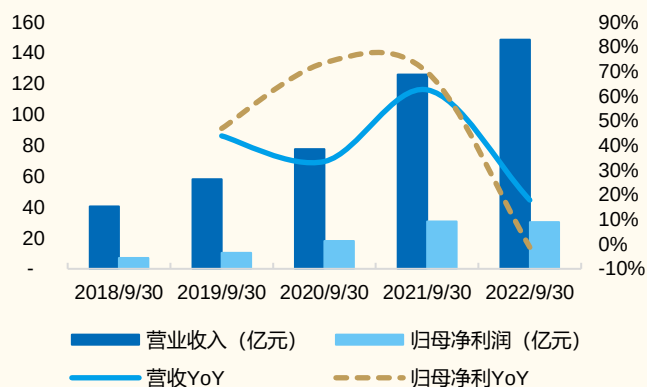
图表 37：导弹产业链 2022 年前三季度及 22Q3 基本面表现

	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
营收	149	17.9%	49	17.7%	-7.5%
归母净利润	30	-1.3%	9	-4.8%	-9.0%
毛利率	41.8%	-4.0%	40.4%	-3.9%	-0.6%

	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
净利率	20.4%	-3.9%	18.6%	-4.4%	-0.3%
期间费用率	17.0%	0.8%	18.9%	0.1%	3.1%

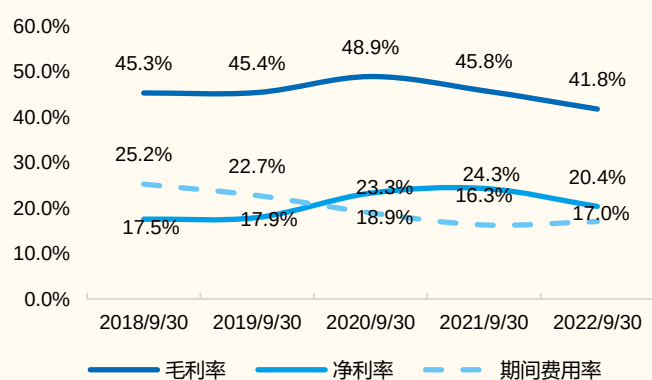
来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表 38：导弹产业链各年前三季度营收及利润



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：导弹产业链各年前三季度利润率及期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

- 积极备货或后续订单充足，需求旺盛拉动产能持续增长
- 合同负债大幅下降，积极备货存货金额增长。三季度末导弹产业链整体合同负债 6 亿元（较年初-64.8%，较上季度末-32.3%），主要是航天电器、国博电子订单交付结转。预付款项 4 亿元（较年初+18.9%、较上季度末-8.2%），存货 76 亿元（较年初+28.5%、较上季度末+5.8%），产业链订单逐步消耗、企业积极备货，或表明后续订单充足。
- 需求拉动产能扩建，在建工程和固定资产持续增加。三季度末导弹产业链在建工程 22 亿元（较年初+22.7%，较上一季度末+10.9%），固定资产 51 亿元（较年初+14.0%，较上一季度末+3.5%）；22 前三季度资本性支出 20 亿元（同比+10.9%）。表明相关企业处于扩产节奏，产能扩建以应对下游旺盛需求。

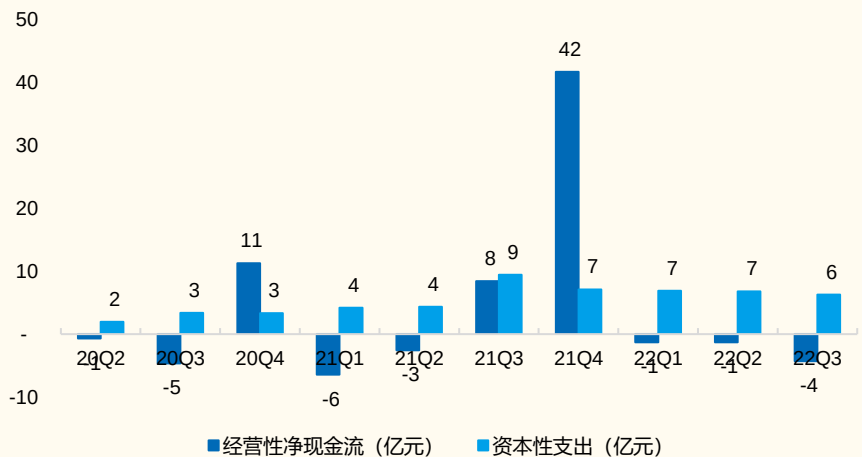
图表 40：导弹产业链 2022 年前三季度及 Q3 资产负债和现金流

	2022/9/30	2022/6/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	6	9	-32.3%	18	-64.8%
预付款项	4	5	-8.2%	4	18.9%
存货	76	72	5.8%	59	28.5%
在建工程	22	20	10.9%	18	22.7%
固定资产	51	49	3.5%	45	14.0%
	22Q1-Q3	同比	22Q3	同比	环比
资本性支出	20	10.9%	6	-33.5%	-7.6%
	22Q1-Q3	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-7	-1	-4	8	-1

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

- 经营性净现金流具有季节性特点，后续现金流或有效改善。22 年前三季度导弹产业链整体经营性净现金流为-7 亿元，去年同期为-1 亿元；22Q3 经营性净现金流为-4 亿元、去年同期为 8 亿元。现金流变化有季节性特点，四季度经营性净现金流或迎来改善。

图表 41：导弹产业链 20Q2-22Q3 单季度经营性净现金流与资本支出



来源：Wind，国金证券研究所

投资建议与重点个股推荐

投资建议

- 军工基本面投资时代，布局长坡厚雪赛道。【军工电子】作为武器装备的基石，信息化叠加国产化双重驱动，最具成长弹性；【军用航发】列装备发+换发+维修三重成长逻辑，长产业链条带动国内配套市场巨大空间；兼具战斗力和耗材属性，备战演练下【导弹产业链】受益终端需求放量。
- 展望四季度，关注新采购与交付情况。2023 年作为“十四五”中段，新一轮武器装备采购订单蓄势待发，关注后续新签订单节奏，以及四季度伴随产品交付带来的产业链各环节现金改善与业绩提升。

重点个股推荐

- 重点推荐【振华科技】具备一体化能力的军工电子平台型龙头，需求高景气叠加产品结构升级优势显著；【国博电子】T/R 组件平台龙头，产品谱系齐全，受益新型号列装和有源相控阵雷达的发展；【振华风光】国内军用模拟 IC 核心供应商，自研芯片及转型 IDM 模式，打造核心竞争力；【中航重机】航空结构件一体化平台，受益军机和发动机批产需求。

图表 42：重点公司盈利预测与估值

	EPS (元)				PE			
	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
振华科技	2.878	4.671	6.123	8.008	43.19	27.92	21.30	16.28
国博电子	1.023	1.330	1.834	2.452	N/A	85.68	62.16	46.49
振华风光	1.179	1.641	2.400	3.324	N/A	85.22	58.29	42.08
中航重机	0.847	0.890	1.261	1.736	59.62	37.58	26.52	19.27

来源：Wind，国金证券研究所；注：股价取 2022 年 11 月 4 日收盘价

风险提示

- 军费增长不及预期。
- 国防信息化建设与国产化替代不及预期。
- 原材料价格大幅波动。
- 疫情影响供应链配套与产品交付。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402