



国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

景气度持续，关注优质赛道平台型龙头

分析师：杨晨

执业编号：S1130522060001

DATE: 2022/09/01

会议核心观点

- **军工行业景气延续、增长稳健。**上半年克服疫情等因素对生产交付节奏带来的不利影响，全行业仍然保持稳健增长。营收同比增长14.8%、净利润同比增长16.7%，利润端增速高于收入端。原材料价格波动对全行业毛利率产生一定影响，上半年整体毛利率下行0.62个百分点。降本提质增效成果显著、期间费用率持续下行，上半年净利率小幅提升0.17个百分点。全行业研发投入持续高增。预收与预付款项在21年二季度大幅提升后，稳定保持在高位，反映订单交付与新签订单开展有序，行业基本面保持高景气。存货继续增长、固定资产周转率稳定上升、资本支出仍有提升，表明保交付积极排产、备货充分，产能利用率提升。
- **航空航天赛道增速表现突出、电子信息化赛道盈利能力提升。**航空航天赛道在上半年保持了较高的收入与利润增速，电子信息化在过去两年高增长基础上、增速有所下滑。上半年电子信息化和航空赛道毛利率和净利率仍有小幅提升，研发投入规模与增速保持高位。存货、在建工程和固定资产指标共同反映电子信息化和航天赛道处于扩产节奏。从资本性支出前瞻指标看，电子信息化赛道本轮阶段性扩产或已接近尾声，航空航天赛道扩产仍在进行。
- **上游元器件和原材料增速领先、元器件环节利润端增速较高。**上游元器件和原材料收入增速仍然领先，元器件环节利润端增幅高于收入端，毛利率与净利率均有提升。原材料环节或受上游涨价、军品降价因素影响，利润端增速低于收入端，毛利率与净利率小幅下降。航发动力产品结构调整毛利率下降对整机环节盈利表现影响较大。整机合同负债金额同比下降、预付款项金额同比上升，上游合同负债金额同比高增，表明下游订单向上游传导有序。元器件环节逐步转固产能释放，存货维持高增长、存货链条开始向中游传递。得益于中上游环节积极扩产、产业链配套效率提升，整机环节资产周转率上升明显。
- **风险提示：装备列装进度不及预期、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。**

会议观点提炼

□军工行业景气延续、增长稳健。原材料价格波动对全行业毛利率产生一定影响，降本提质增效成果显著、期间费用率持续下行，净利率提升。全行业保交付积极排产、备货充分，产能利用率提升，基本面维持高景气。

□优选高景气赛道：航空航天赛道增速表现突出，电子信息化盈利能力提升。

□注重产业链上游环节：元器件和原材料增速领先，盈利水平保持高位。

□建议投资者重点关注的优质公司：【振华科技】具备一体化能力的军工电子平台型龙头；【国博电子】T/R组件平台龙头；【中航重机】航空结构件平台龙头。

1

军工核心标的选取

2

军工行业整体表现

3

分赛道表现

4

分产业链环节表现

5

投资建议与重点个股推荐

第一章：军工核心标的选取

1 军工核心标的选取

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95个军工行业重点标的，作为本次业绩分析的样本。其中，

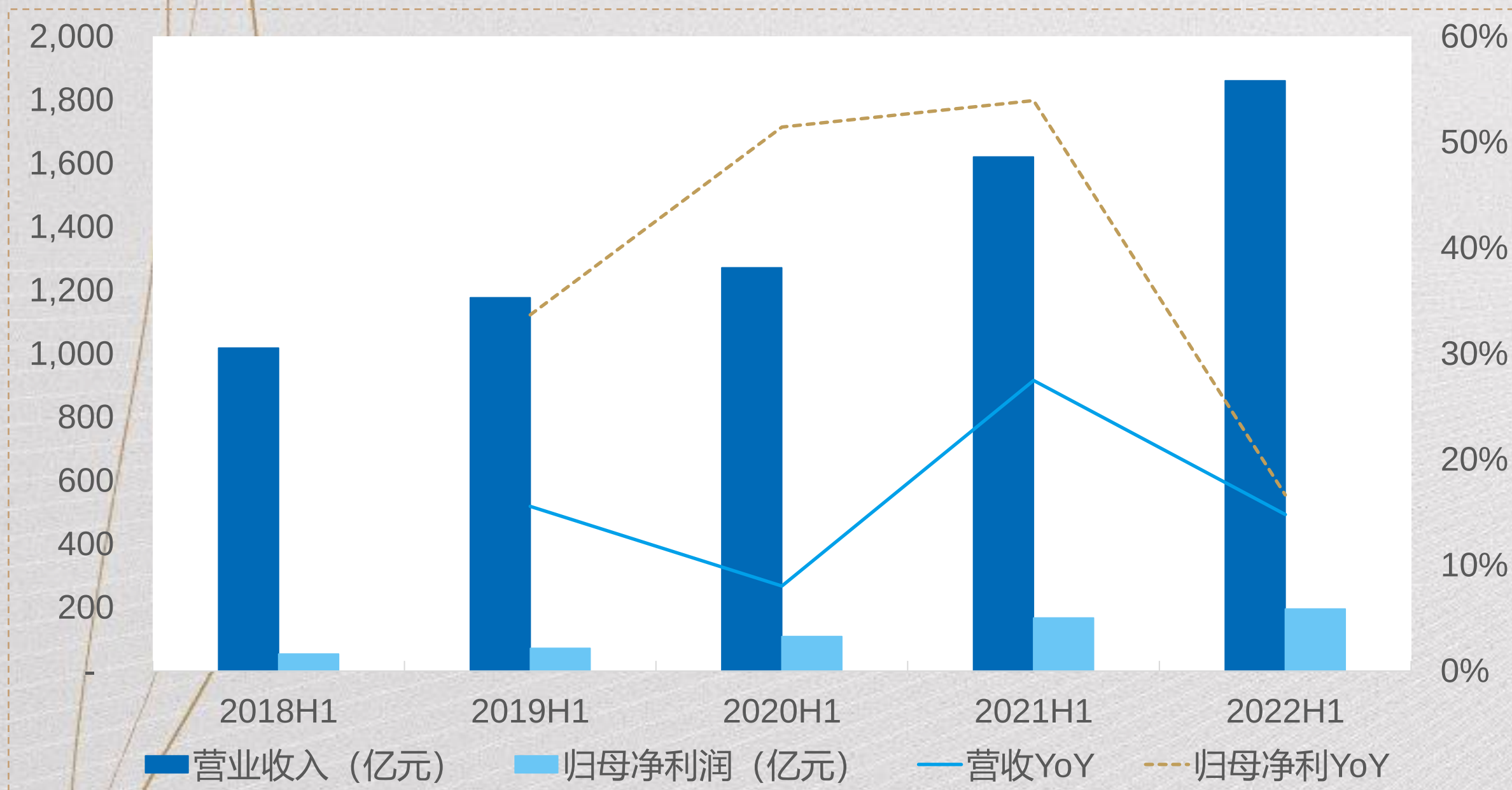
- 按赛道分类：军工电子信息化33家、航空36家、航天12家、兵器8家、舰船6家；
- 按产业链环节分类：元器件12家、原材料11家、部件与分系统64家、整机8家。

第二章：军工行业整体表现

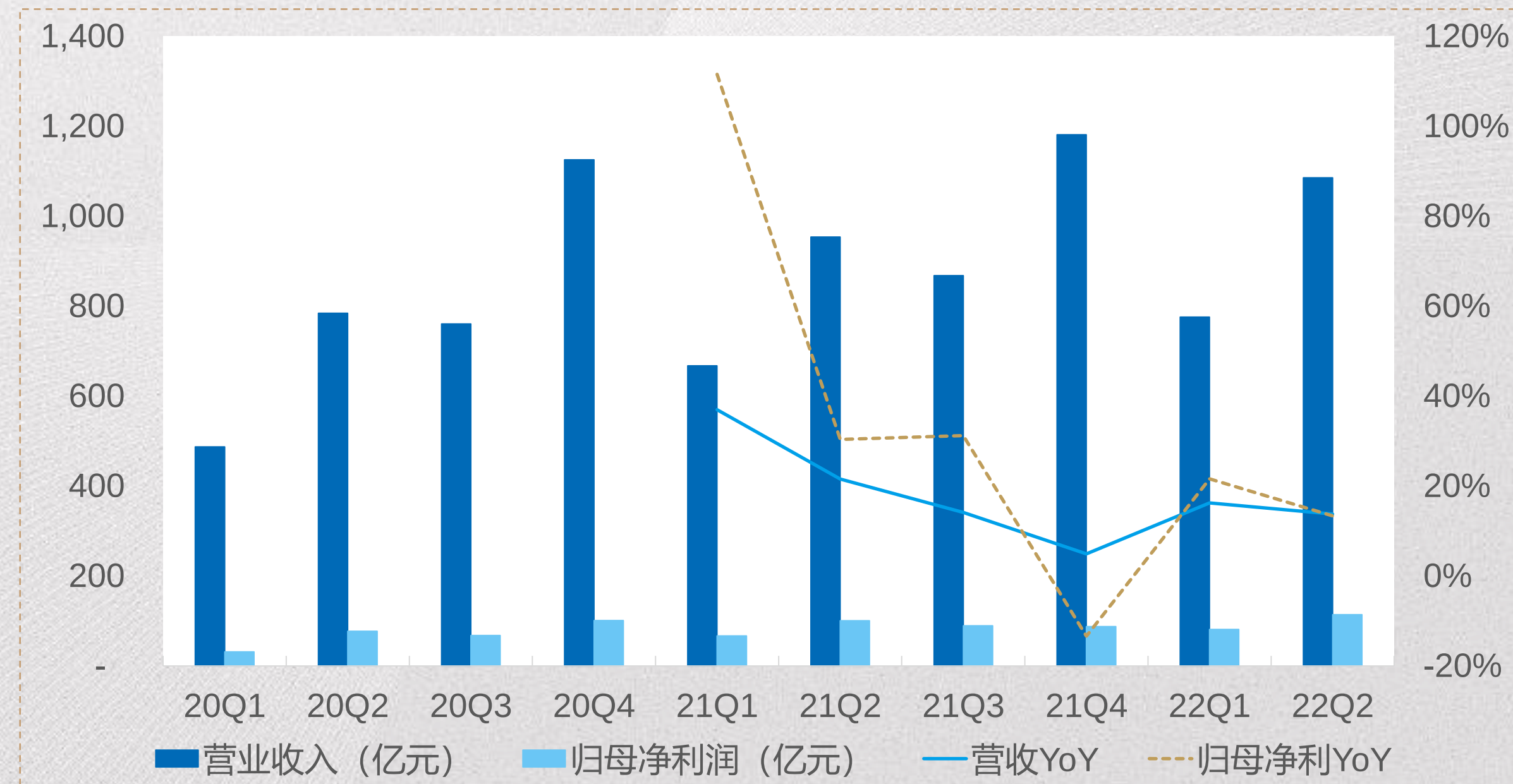
2.1 行业景气延续，增长稳健

- **22H1军工行业整体景气度延续，利润端增速高于收入端。** 22H1军工行业整体实现营收1861亿元（同比+14.8%），归母净利润196亿元（同比+16.7%），板块景气度延续；利润端增速持续高于收入端，规模扩张下效益不断提升。
- **22Q2军工行业业绩增长稳健。** 22Q2军工行业整体实现营收1085亿元（同比+13.8%、环比+39.8%）、归母净利润114亿元（同比+13.4%、环比+39.0%），板块成长较为稳健。

图表：军工行业22H1总营收、归母净利及对应同比增速



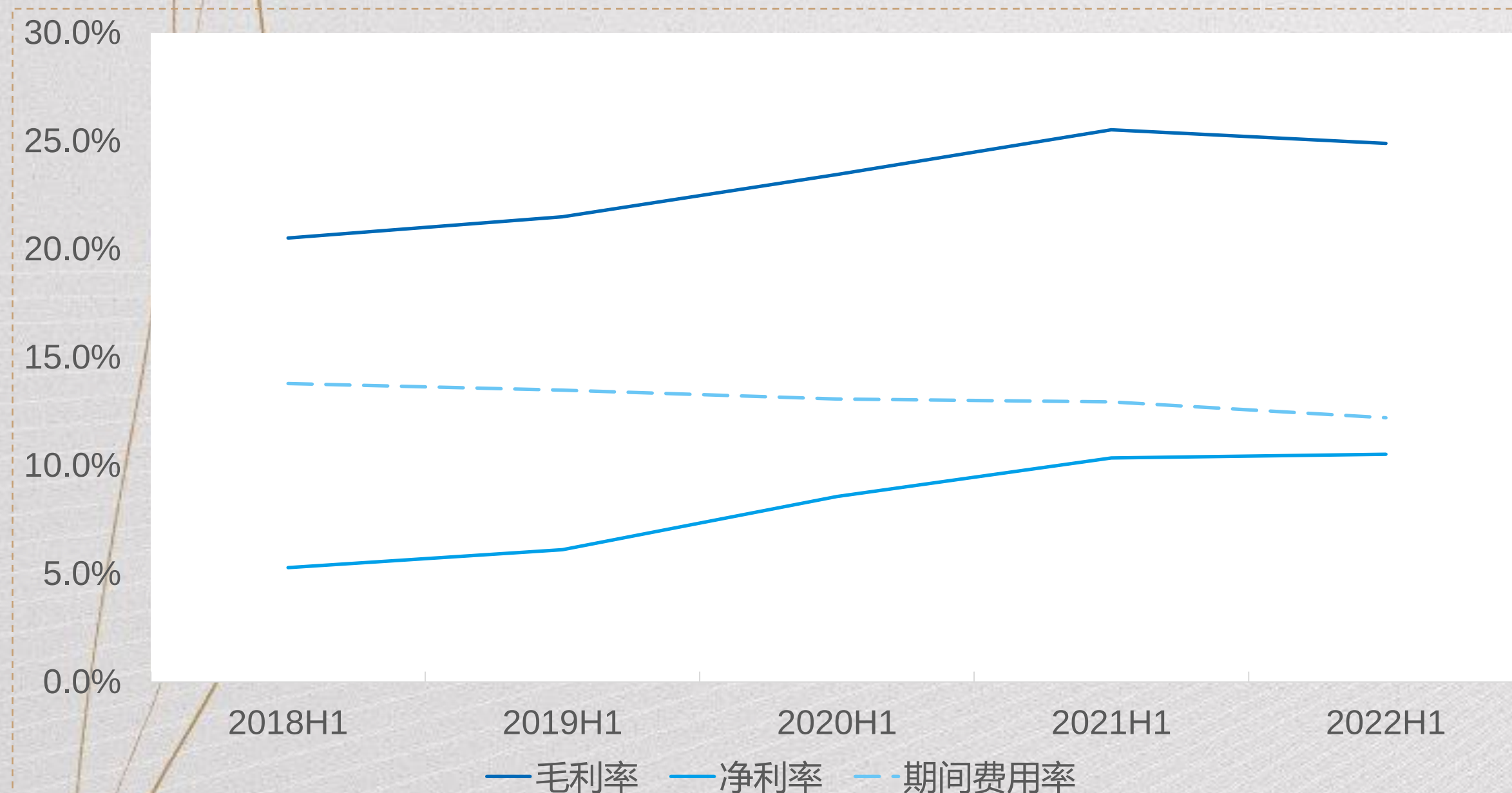
图表：军工行业22Q2总营收、归母净利及对应同比增速



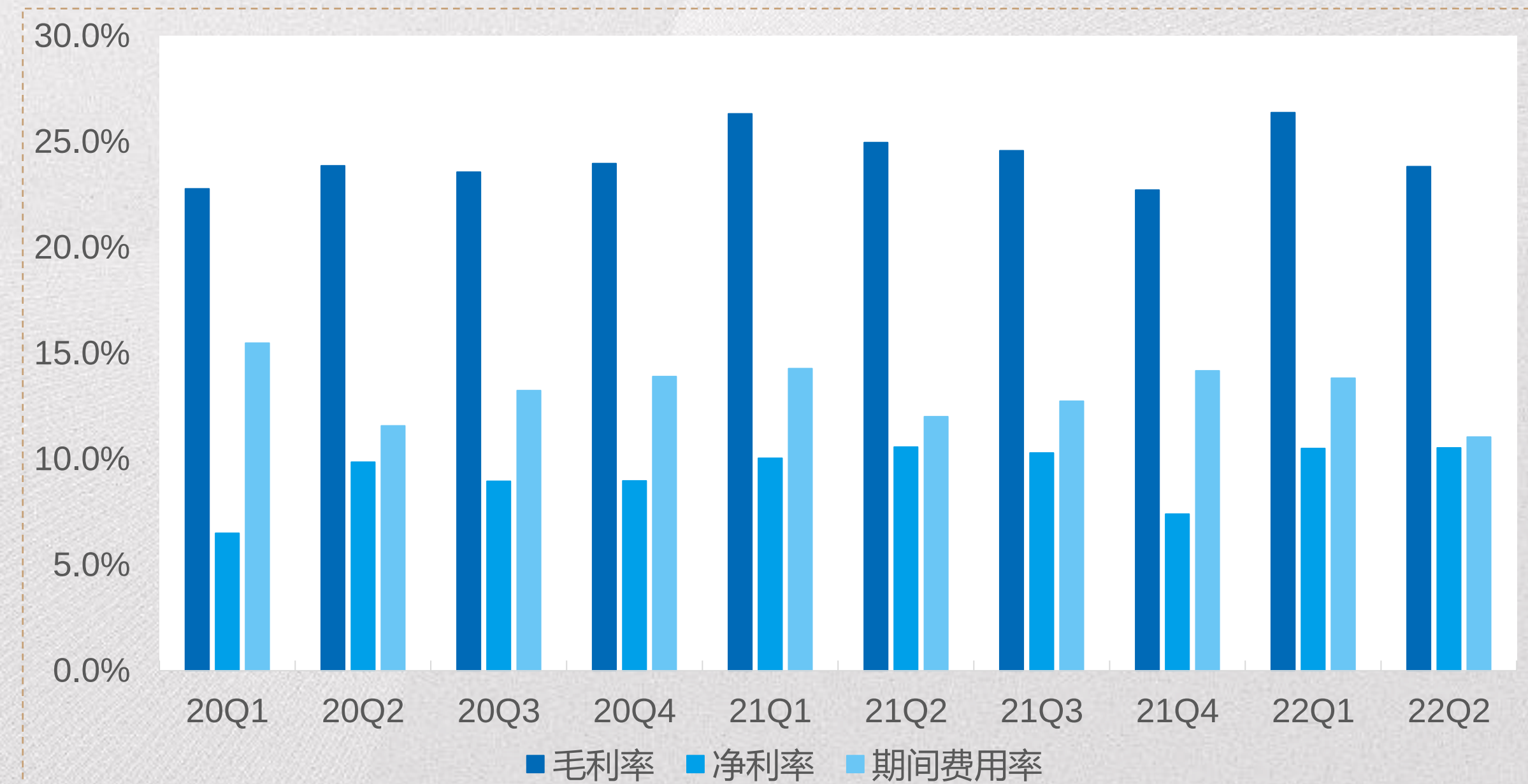
2.1 毛利率有所波动，提质增效净利率继续上行

- **22H1毛利率有所下降、净利率小幅提升，期间费用率趋势下行。** 22H1军工行业整体毛利率为24.9%（同比-0.62pct）、净利率为10.5%（同比+0.17pct），利润率保持在较高水平；期间费用率为12.2%（同比-0.74pct），期间费用率下行趋势显著；
- **22Q2毛利率同环比下滑，净利率基本持平。** 22Q2军工行业整体毛利率为23.8%（同比-1.13pct、环比-2.55pct）、净利率为10.5%（同比-0.04pct、环比+0.03pct），期间费用率为11.1%（同比-0.96pct、环比-2.78pct）。

图表：军工行业利润率总体维持较高水平、费用率持续下降



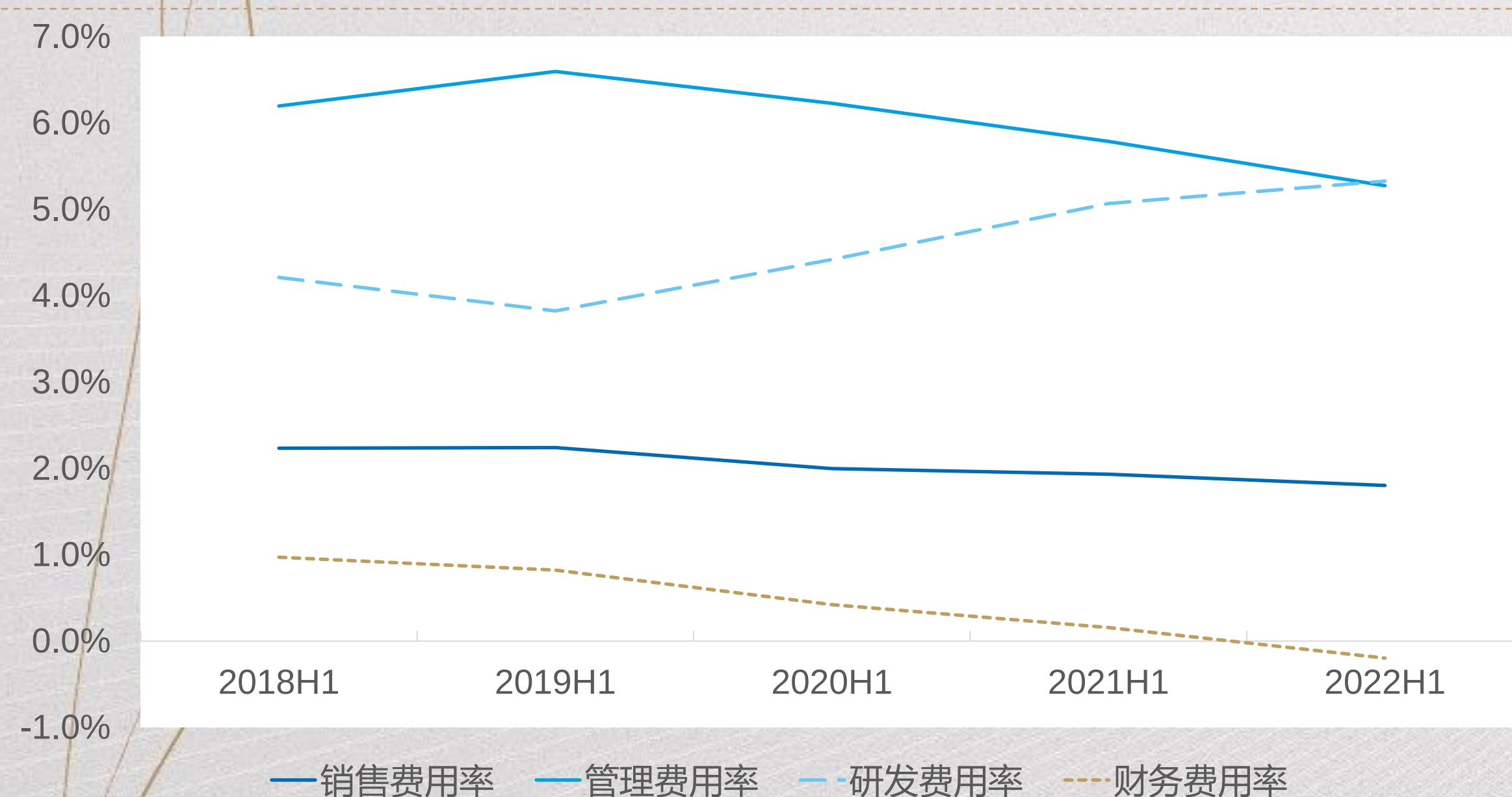
图表：军工行业季度毛利率、净利率及期间费用率



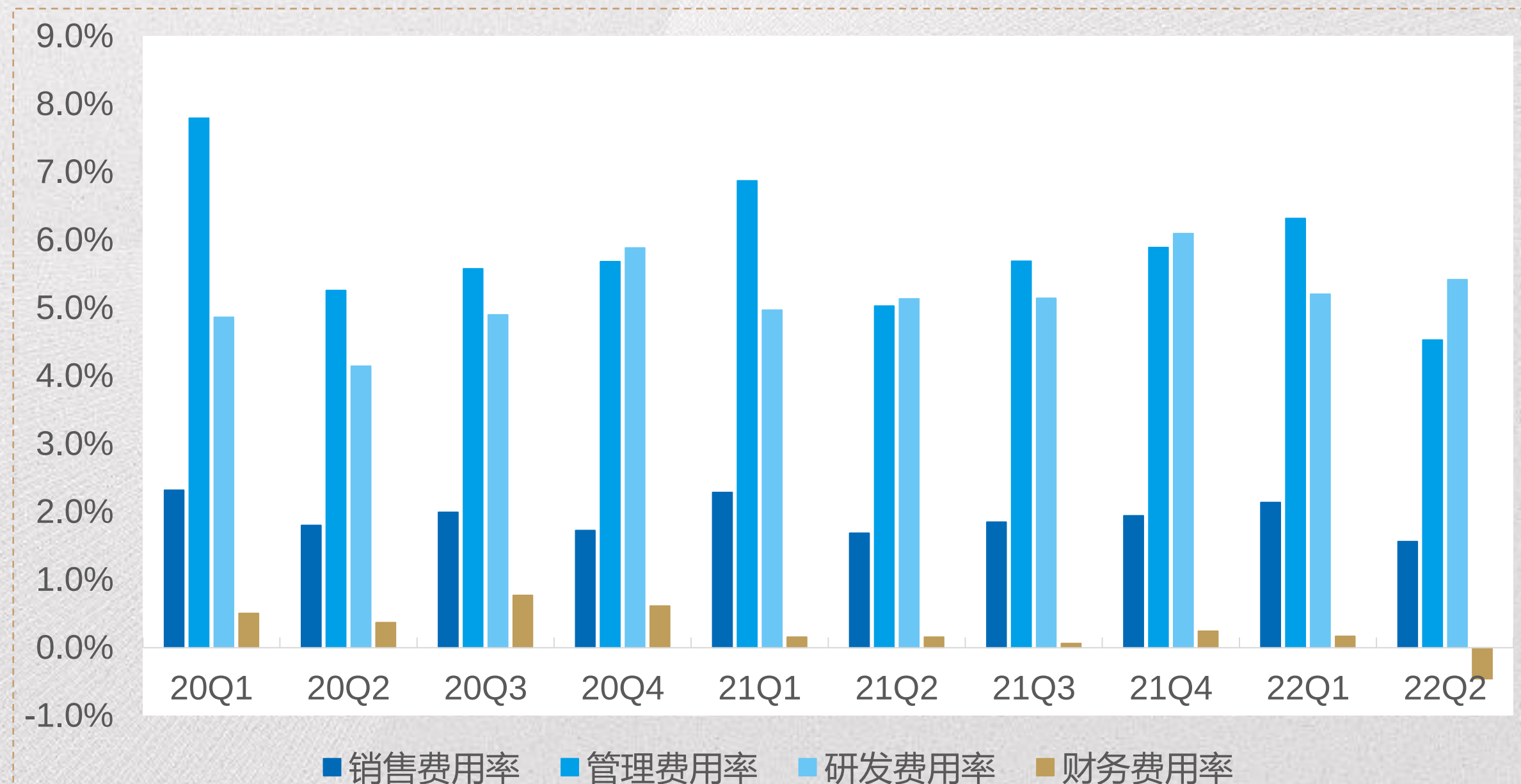
2.1 期间费用率趋势下行，研发费用率持续增长

- **22H1期间费用率下降显著，研发费用率持续提升。** 22H1期间费用率为12.2%（同比-0.74pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为1.8%/5.3%/5.3%/-0.2%，同比分别-0.13pct/-0.51pct/+0.26pct/-0.2pct，管理费用率下降对整体费用率控制贡献最高。
- **22Q2管理费用率和财务费用率降幅较大，财务费用率首次为负。** 22Q2期间费用率为11.2%（同比-0.96pct、环比-2.78pct），销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.12pct/-0.5pct/+0.28pct/-0.61pct，环比分别-0.57pct/-1.79pct/+0.21pct/-0.61pct。

图表：军工行业H1期间费用率细分情况



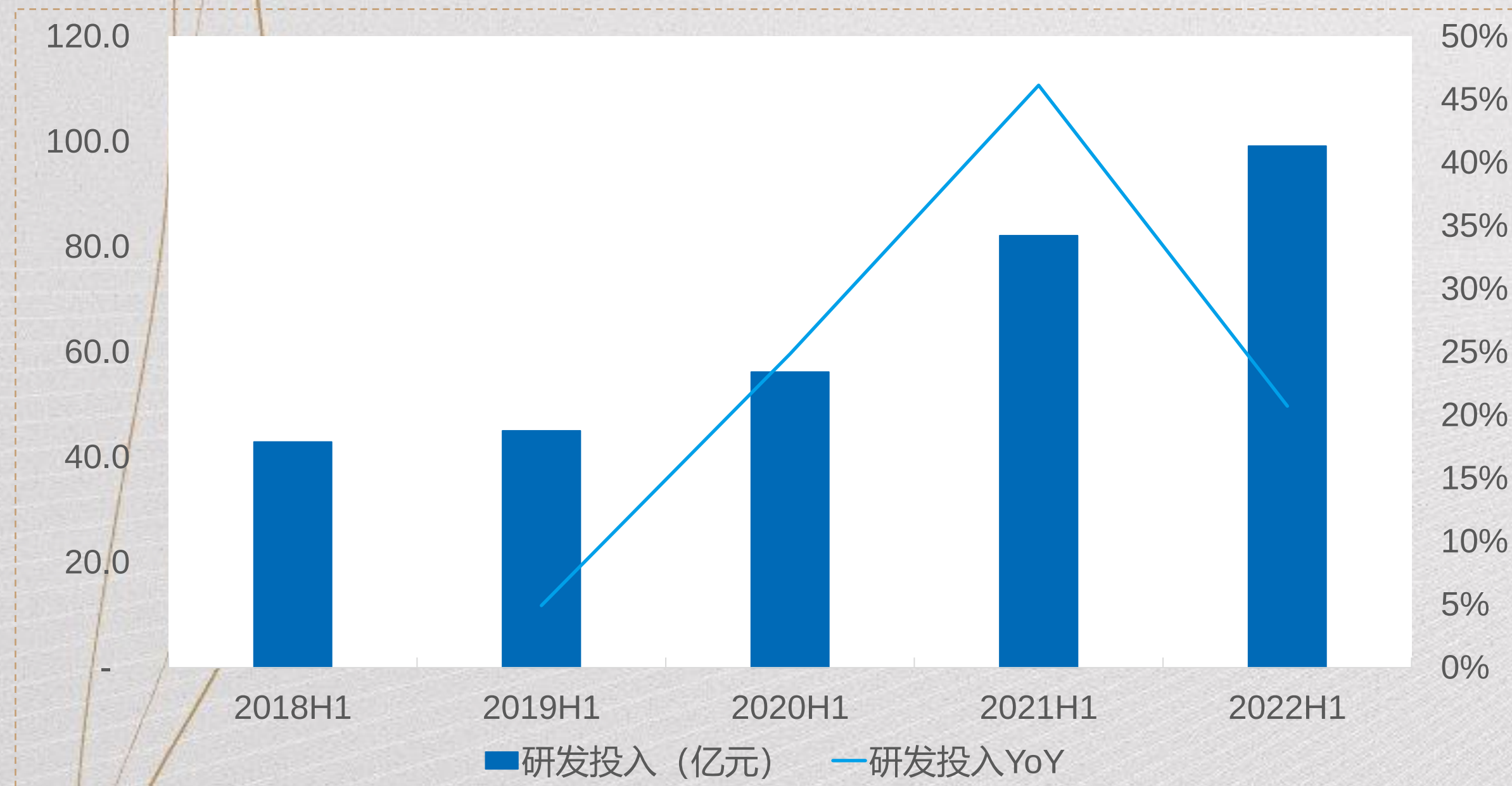
图表：军工行业单季度期间费用率细分情况



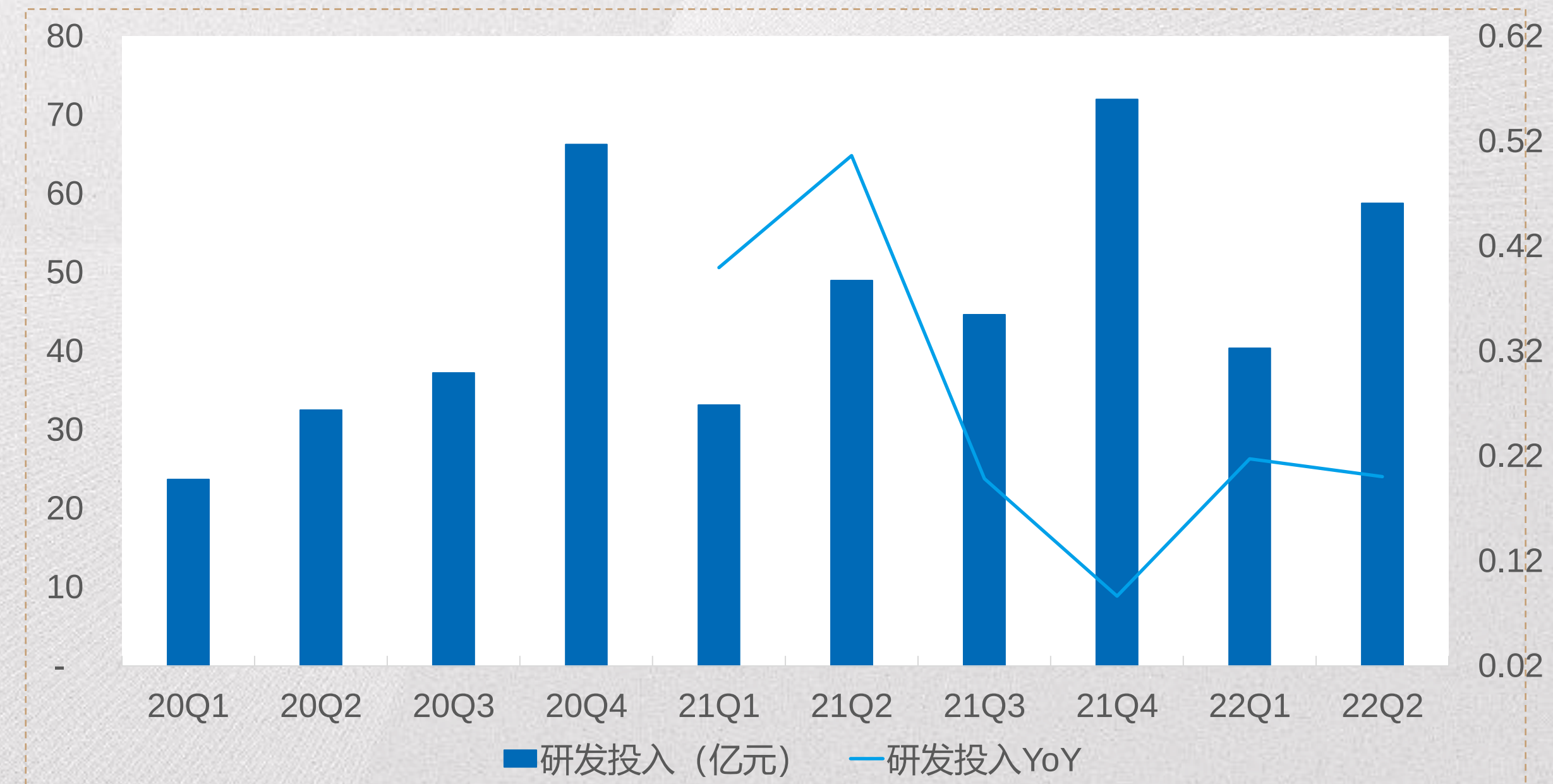
2.1 持续强化研发投入，储备未来

- **22H1全行业研发投入金额近百亿，研发投入增速仍然保持高位。** 22H1样本股整体研发投入99.2亿元，2020上半年、2021上半年和2022上半年研发投入同比增速分别为24.9%、46.1%和20.7%。
- **22Q2研发投入力度继续提升。** 22Q2研发投入为58.8亿元（同比+20.04%、环比+45.63%），研发投入储备未来，是实现武器装备现代化以及全行业长期可持续发展的基础。

图表：军工行业H1研发投入及增速



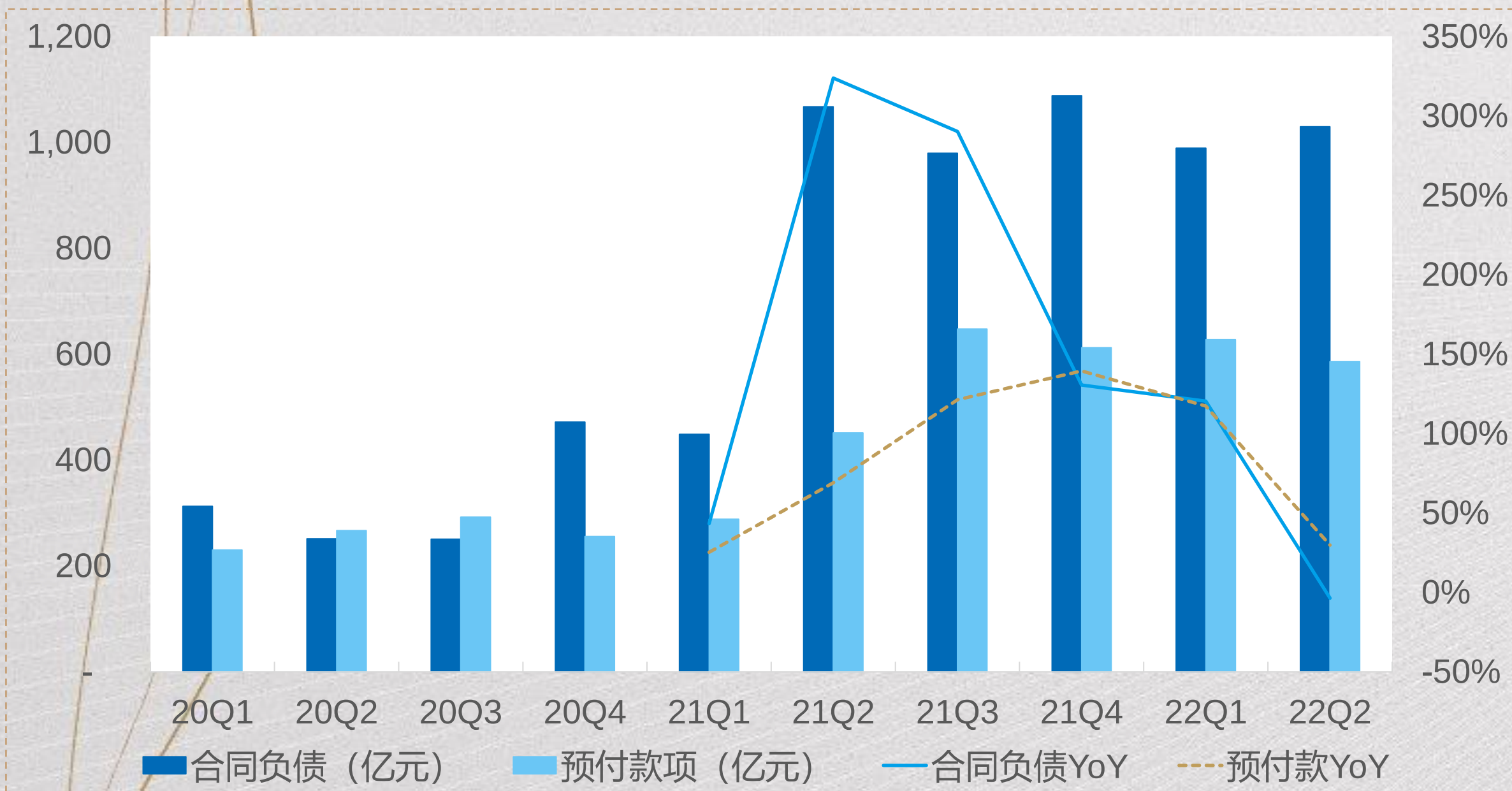
图表：军工行业单季度研发投入及增速



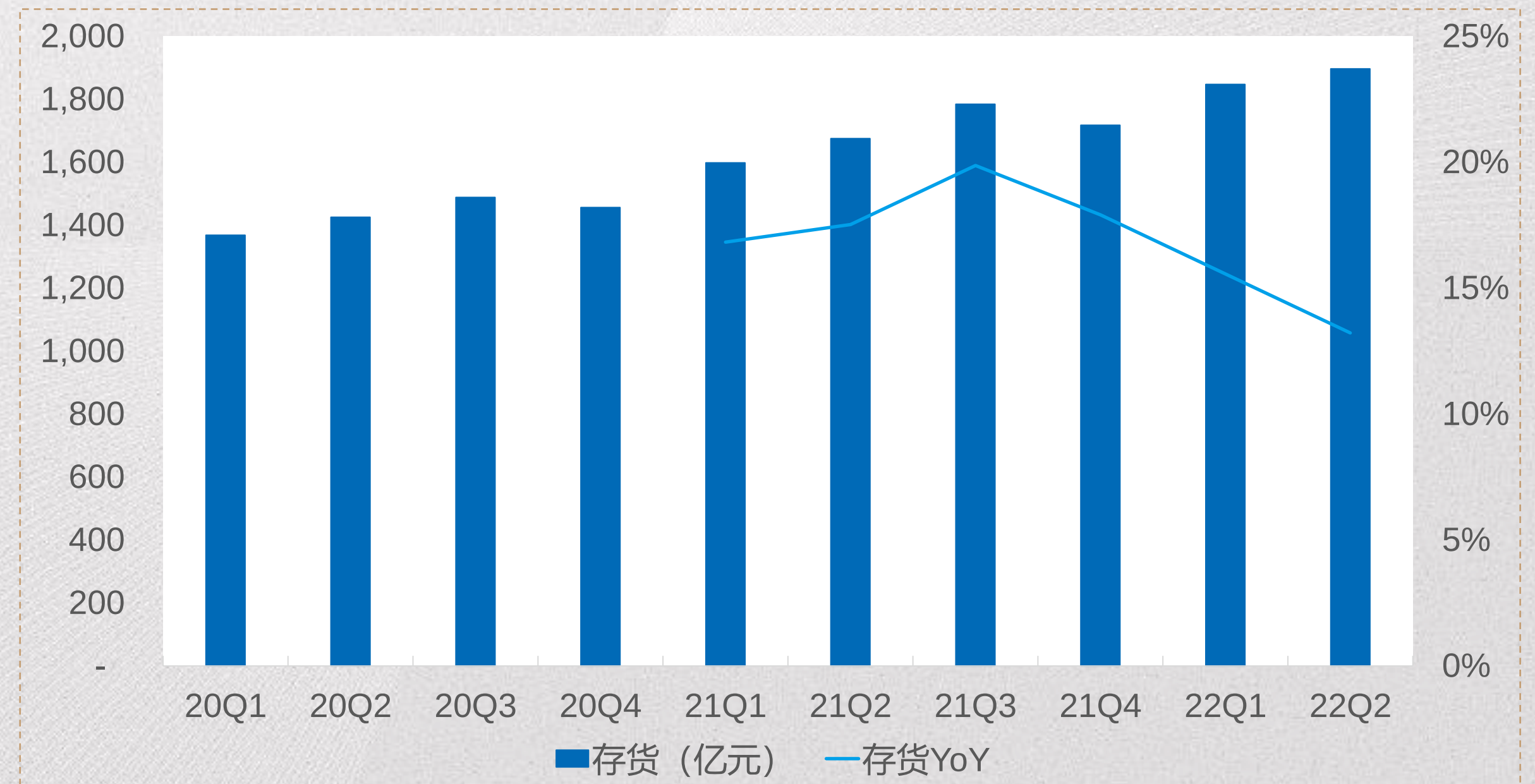
2.2 预收预付款项保持高位，生产提速存货创新高

- **合同负债在21Q2大幅提升，预付款项在21Q2和21Q3大幅提升，此后保持高位。** 21Q2中航沈飞、航发动力、洪都航空主机厂大额订单落地，传导有序在随后2个季度预付款项大幅提升；此后预收预付款在高位小幅波动，反映订单交付与新签订单开展有序，行业基本面保持高景气。
- **保交付备货充分，存货金额创新高。** 截至二季度末全行业存货为1897亿元（较期初+10.43%），为2020年以来新高，表明行业积极排产、备货充分。

图表：军工行业合同负债、预付款项及对应增速



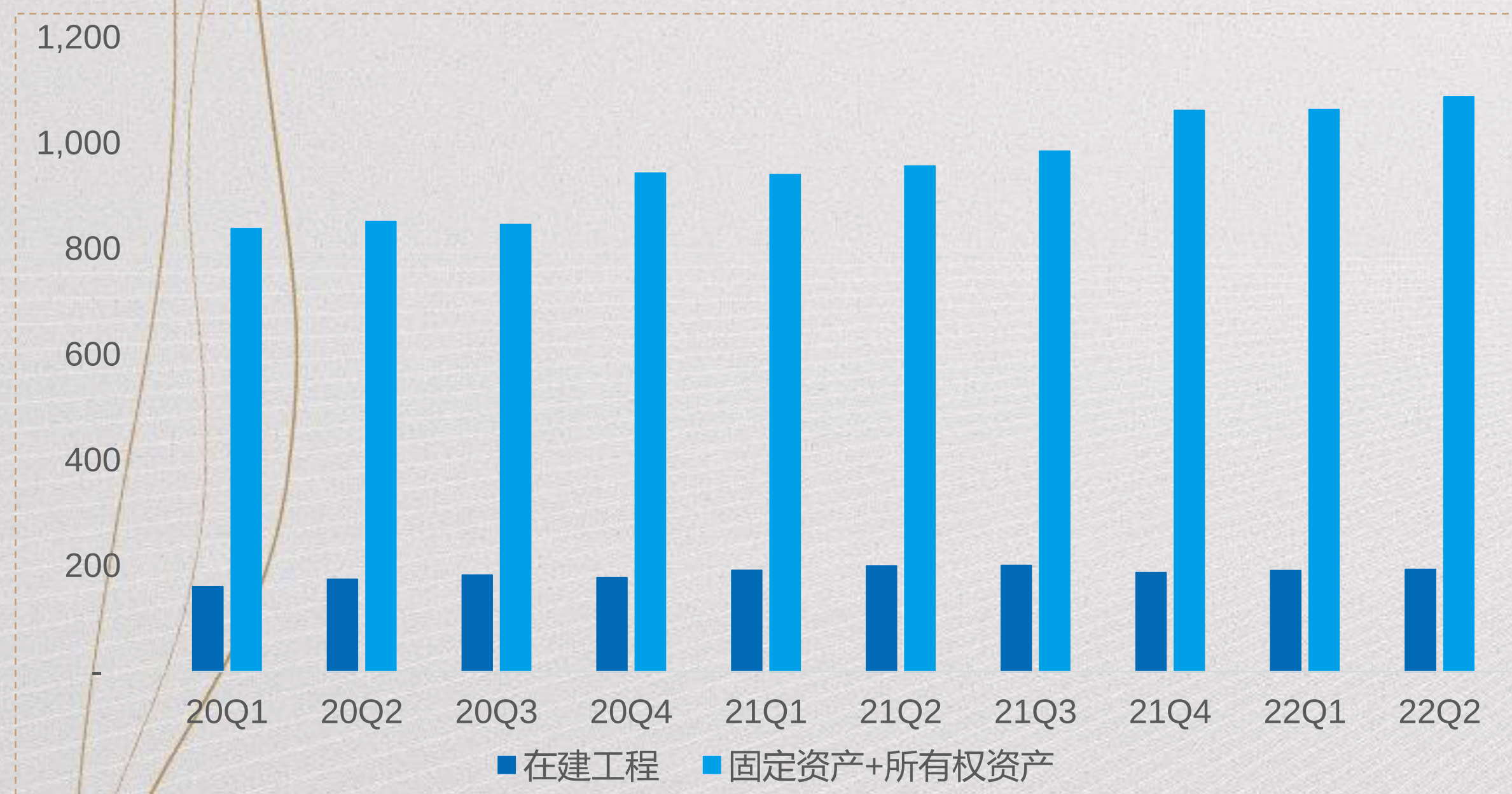
图表：军工行业存货及增速



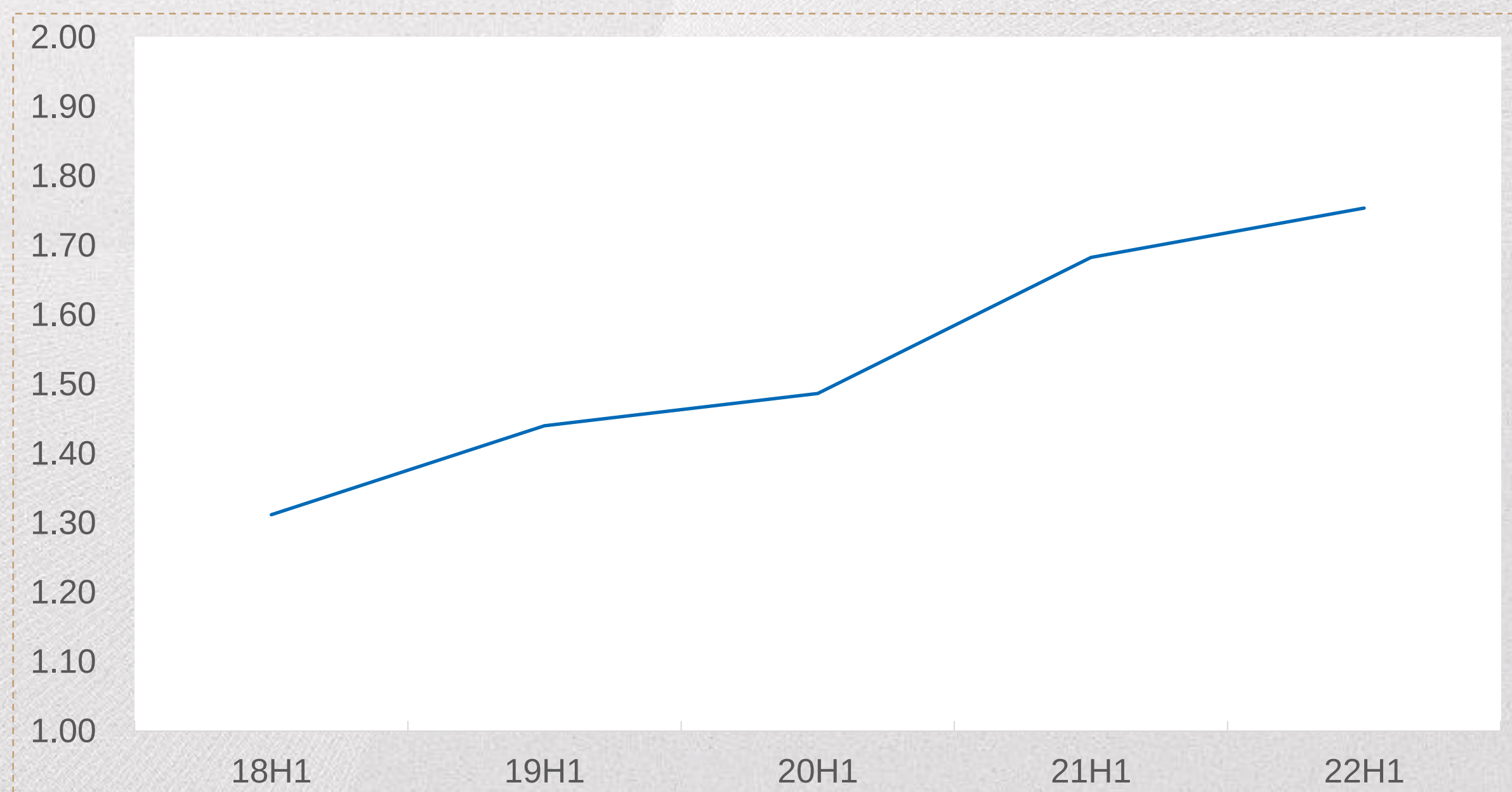
2.2 固定资产周转率稳定提升，产能利用率提高

- 在建工程维持高水平，固定资产小幅上升。** 22Q2军工行业在建工程总额为194亿元（较期初+3.32%）、固定资产及所有权资产总额为1088亿元（较期初+2.42%），装备持续旺盛需求下，军工行业整体积极扩产。
- 固定资产周转率稳定提升，或表征行业整体产能利用率提高。** 22H1样本股固定资产周转率为1.75，较去年同期提高0.07，受上半年疫情扰动情况下仍保持上升；一方面体现出“十四五”期间大量代表装备进入定型批产后产能利用率提升，另一方面体现出军工行业强规划属性下具备的抗周期扰动特性。

图表：军工行业在建工程及固定资产&所有权资产



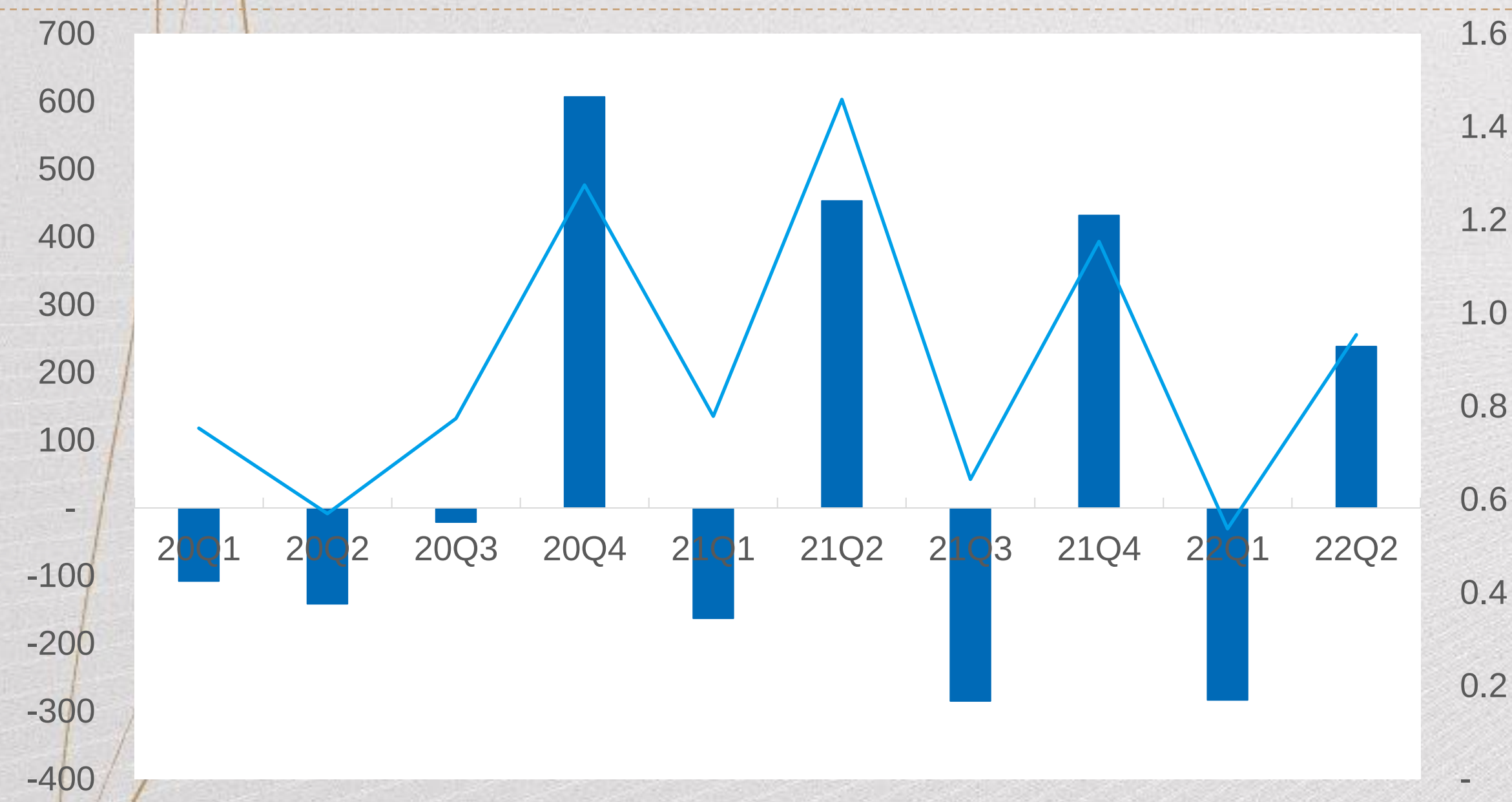
图表：军工行业固定资产周转率



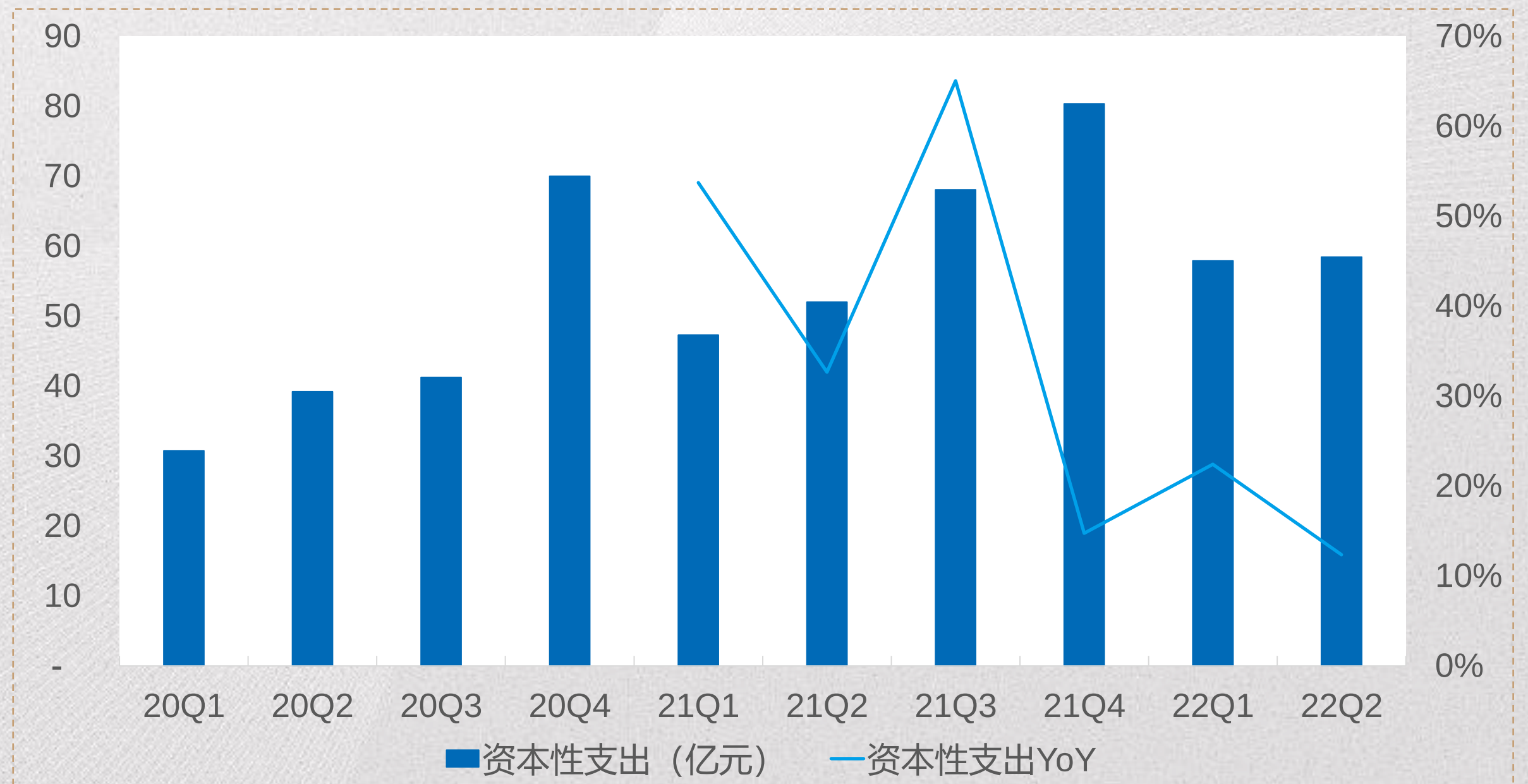
2.3 积极扩产应对旺盛需求，资本性支出仍有提升

- 22Q2经营净现金流同比有所下降、环比改善明显。** 22Q2军工行业整体经营净现金流为238亿元（同比-47.38%、环比+184.12%），收现比为1.0；主机厂订单对全行业经营净现金流影响较大，22Q2中航西飞经营净现金流366亿元，去年同期中航沈飞、航发动力分别为307亿元和158亿元。
- 22Q2资本性支出有小幅上升。** 2022Q2样本股总体资本性支出为58亿元（同比+12.38%、环比+0.01%），结合往年上半年属于资本性支出淡季，同比仍保持提升或表明行业仍处于积极扩产阶段，未来产能释放将带动收入增长。

图表：军工行业经营性净现金流及收现比



图表：军工行业资本性支出



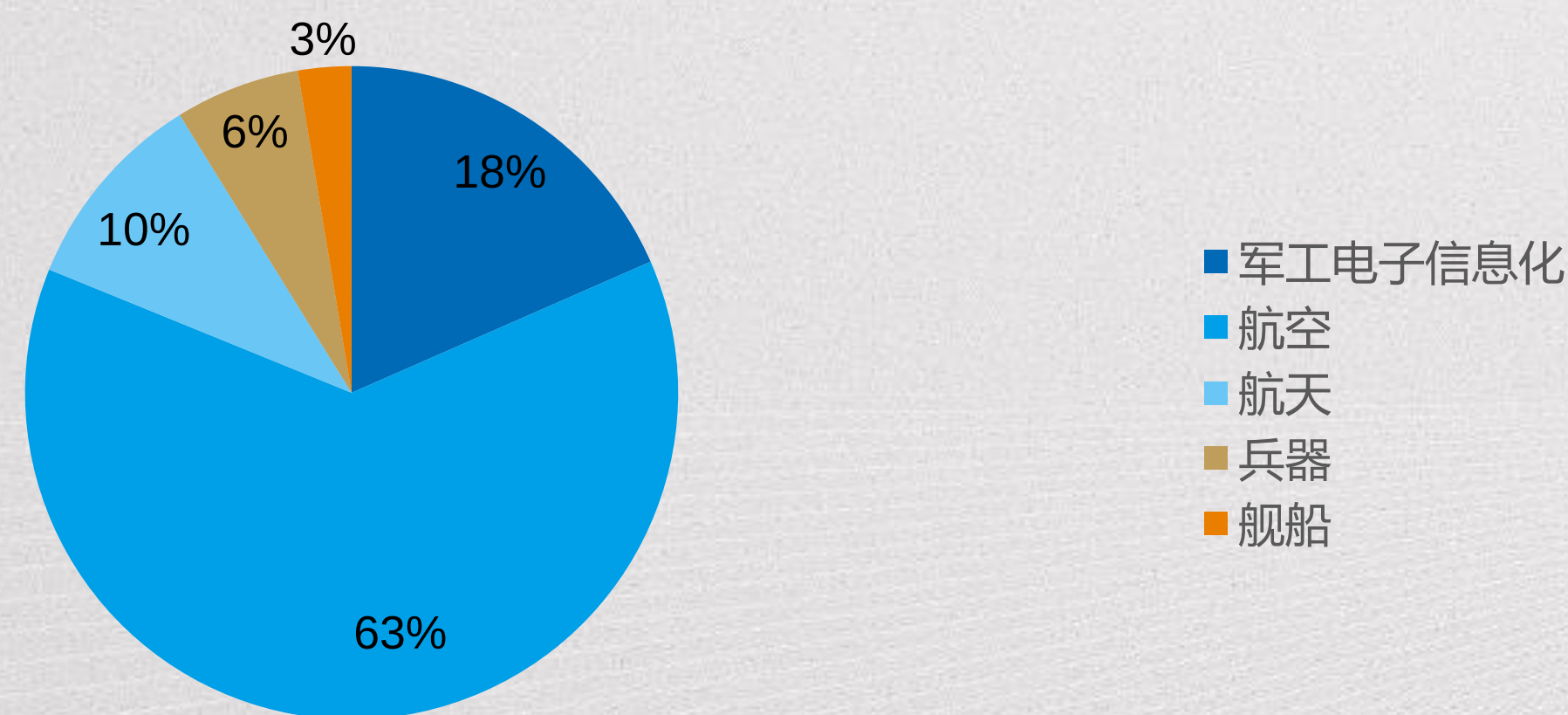
第三章：分赛道表现

3.1 航空航天赛道收入与利润保持高增长

□ **收入端，航空航天赛道增速最高。**22H1电子信息化、航空、航天、兵器、舰船营收分别为343亿元（同比+ 5.9%）、1168亿元（同比+18.1%）、187亿元（同比+ 23.9%）、115亿元（同比+12.7%）、49亿元（同比-11.6%）；22H1和22Q2收入同比增长最快均为航天赛道，其次是航空。

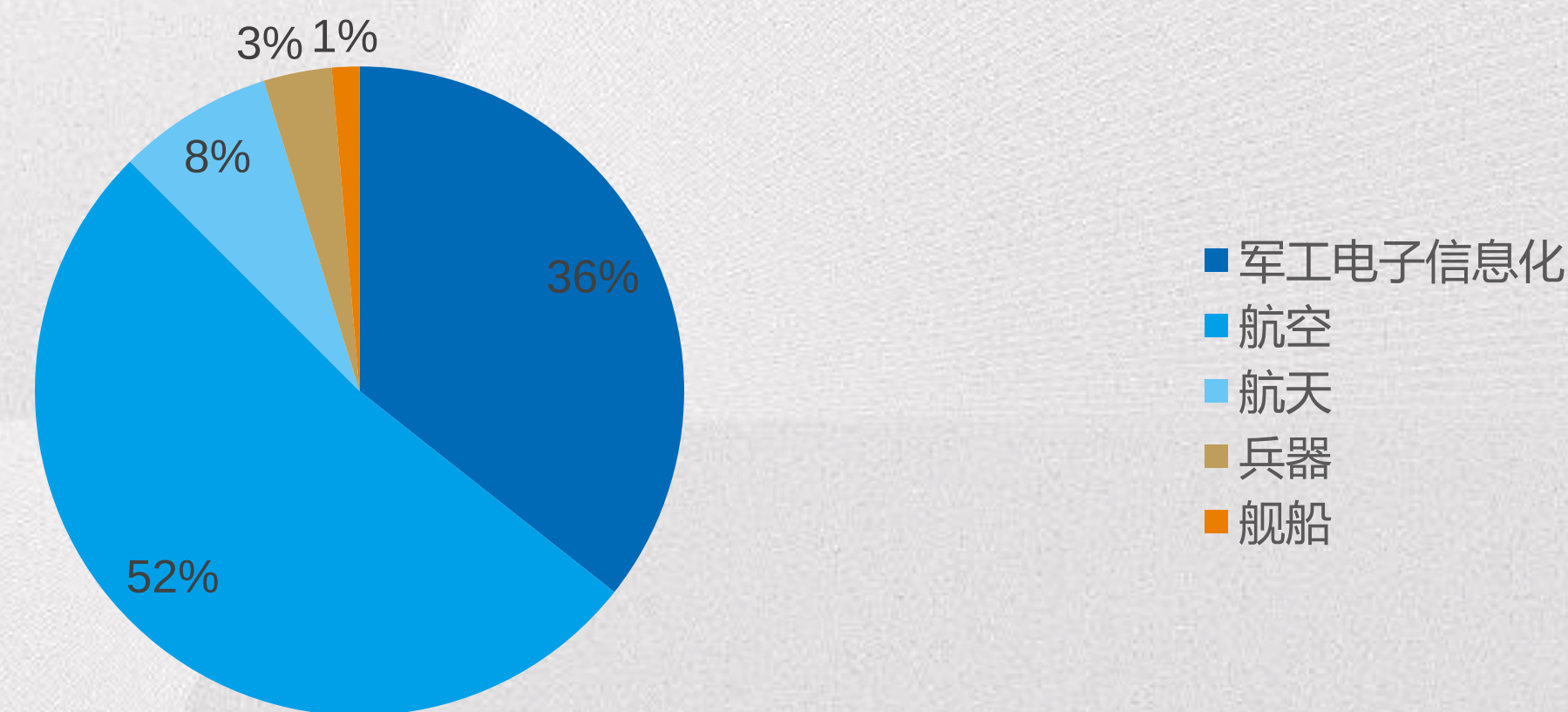
□ **利润端，舰船赛道体量小波动较大，航空航天电子信息化增长稳健。**22H1电子信息化、航空、航天、兵器、舰船净利润分别为70亿元（同比+12.6%）、102亿元（同比+ 20.7%）、15亿元（同比+ 23.0%）、7亿元（同比-11.6%）、3亿元（同比+ 39.2%）；电子信息化赛道22H1和22Q2利润端增速均高于收入端。

图表：2022H1分赛道收入占比及变化



	21H1	22H1	同比	21Q2	22Q1	22Q2	同比	环比
军工电子信息化	324	343	5.9%	188	152	191	1.7%	25.9%
航空	989	1,168	18.1%	583	481	686	17.7%	42.5%
航天	151	187	23.9%	86	80	107	23.9%	34.4%
兵器	102	115	12.7%	66	45	70	5.4%	53.7%
舰船	56	49	-11.6%	30	18	31	3.1%	77.1%

图表：2022Q1分赛道净利润占比及变化



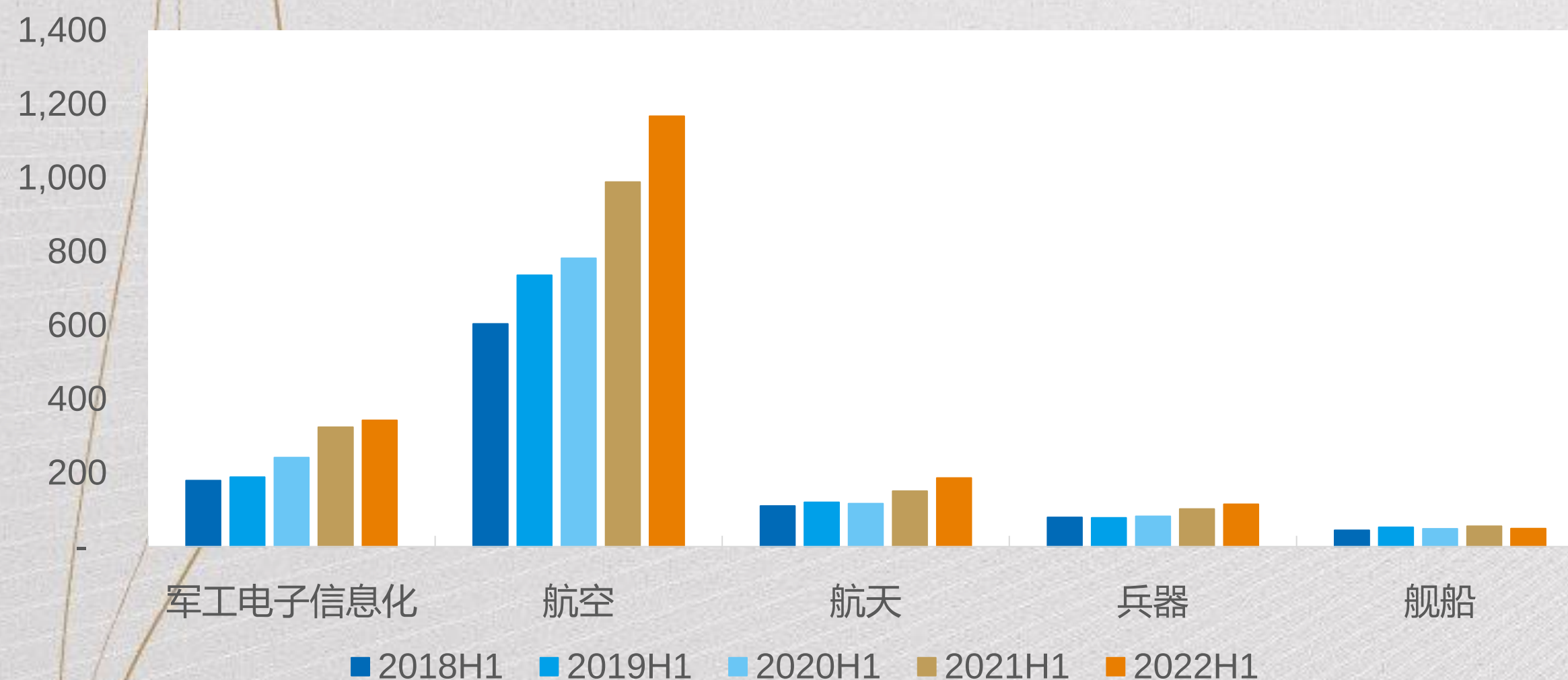
	21H1	22H1	同比	21Q2	22Q1	22Q2	同比	环比
军工电子信息化	62	70	12.6%	38	29	41	7.2%	38.7%
航空	84	102	20.7%	50	44	58	16.1%	31.9%
航天	12	15	23.0%	8	6	9	22.0%	67.2%
兵器	8	7	-11.6%	5	3	4	-18.9%	42.8%
舰船	2	3	39.2%	1	0	3	292.4%	3211.0%

3.1 收入端增速有所放缓，航空航天增速仍处于高位

- **电子信息化赛道在连续两年大幅增长基础上，22H1增速有所下滑。** 22H1军工电子/航空/航天/兵器/舰船收入同比分别增长5.9%/18.1%/23.9%/12.7%/-11.6%，增速较去年同期-28.0pct/-8.4pct/-4.9pct/-11.4pct/-26.1pct。
- **22Q2各赛道收入端均保持正增长，疫情或对生产交付节奏产生一定影响。** 单季度表现来看，航空与航天22Q2较21Q2增速基本持平，电子信息化增速下滑较为明显；由于军工电子多处于上游元器件配套或中游组件模块环节，生产交付节奏或受二季度疫情与物流运输影响较大。

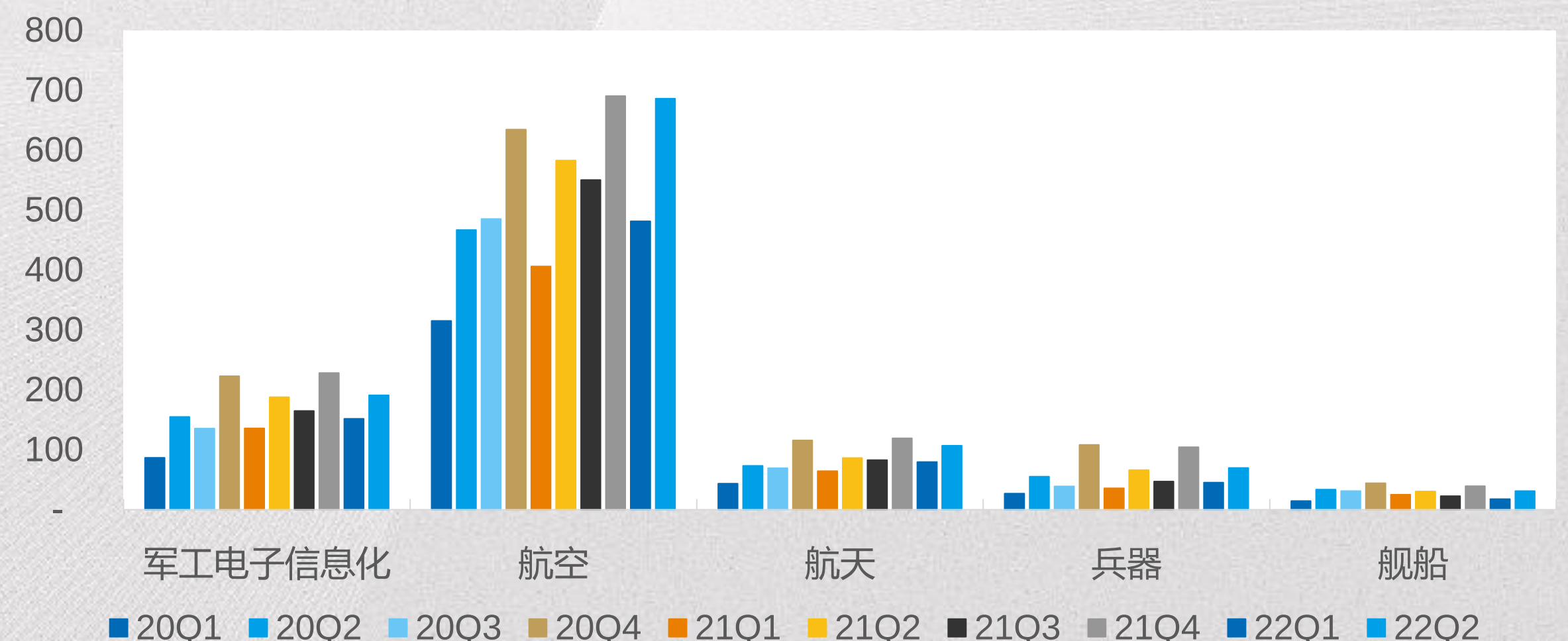
图表：分赛道半年度收入（亿元）及对应增速

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
军工电子信息化	5.3%	28.1%	33.9%	5.9%
航空	21.8%	6.2%	26.5%	18.1%
航天	9.1%	-3.0%	28.8%	23.9%
兵器	-1.2%	5.0%	24.1%	12.7%
舰船	18.3%	-8.5%	14.5%	-11.6%



图表：分赛道单季度收入（亿元）及对应增速

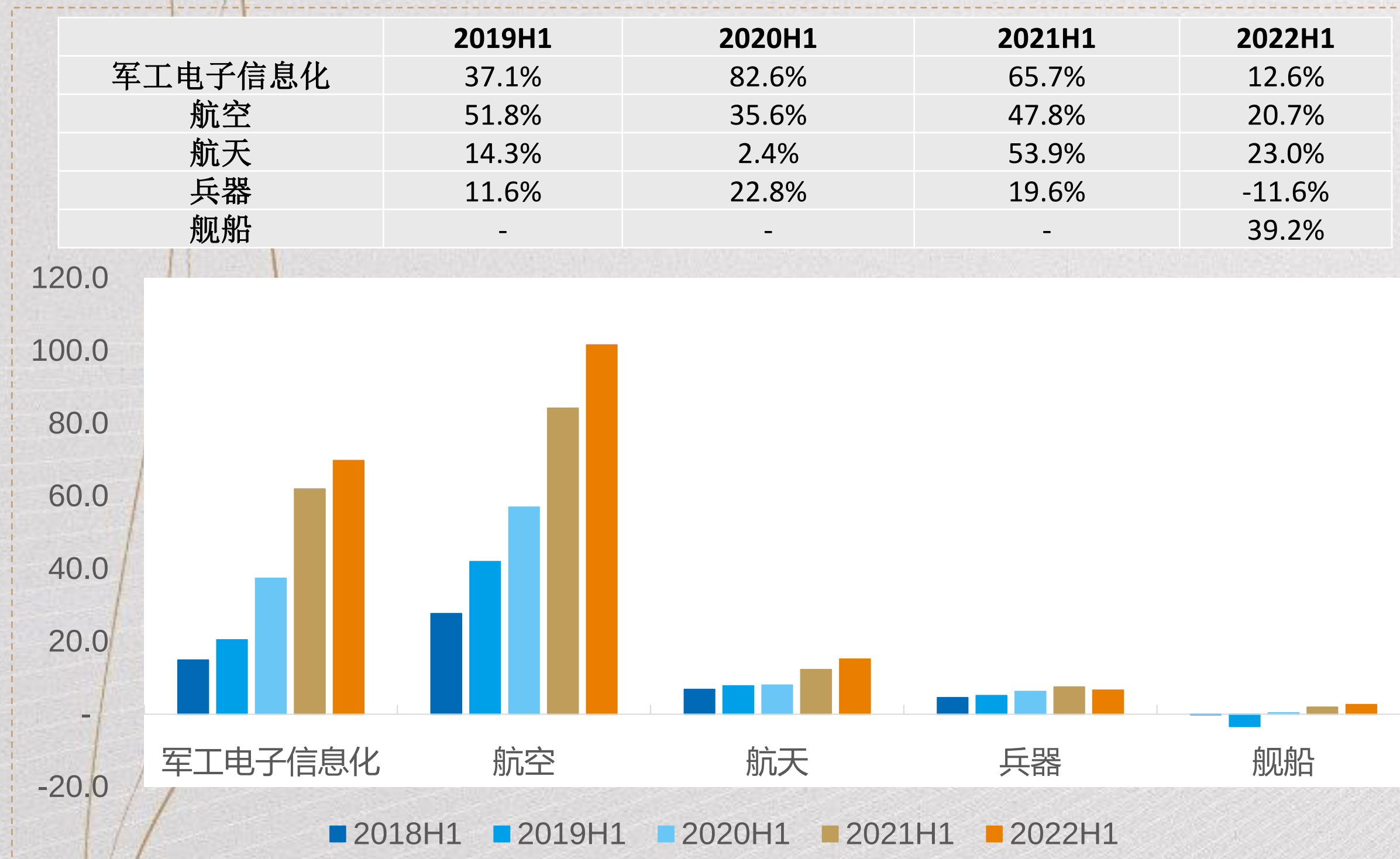
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
军工电子信息化	56.8%	21.1%	21.5%	2.3%	11.7%	1.7%
航空	28.8%	24.9%	13.4%	8.8%	18.5%	17.7%
航天	47.5%	17.7%	19.8%	3.0%	23.8%	23.9%
兵器	32.6%	19.9%	21.1%	-3.3%	26.1%	5.4%
舰船	71.8%	-10.2%	-27.4%	-11.6%	-29.4%	3.1%



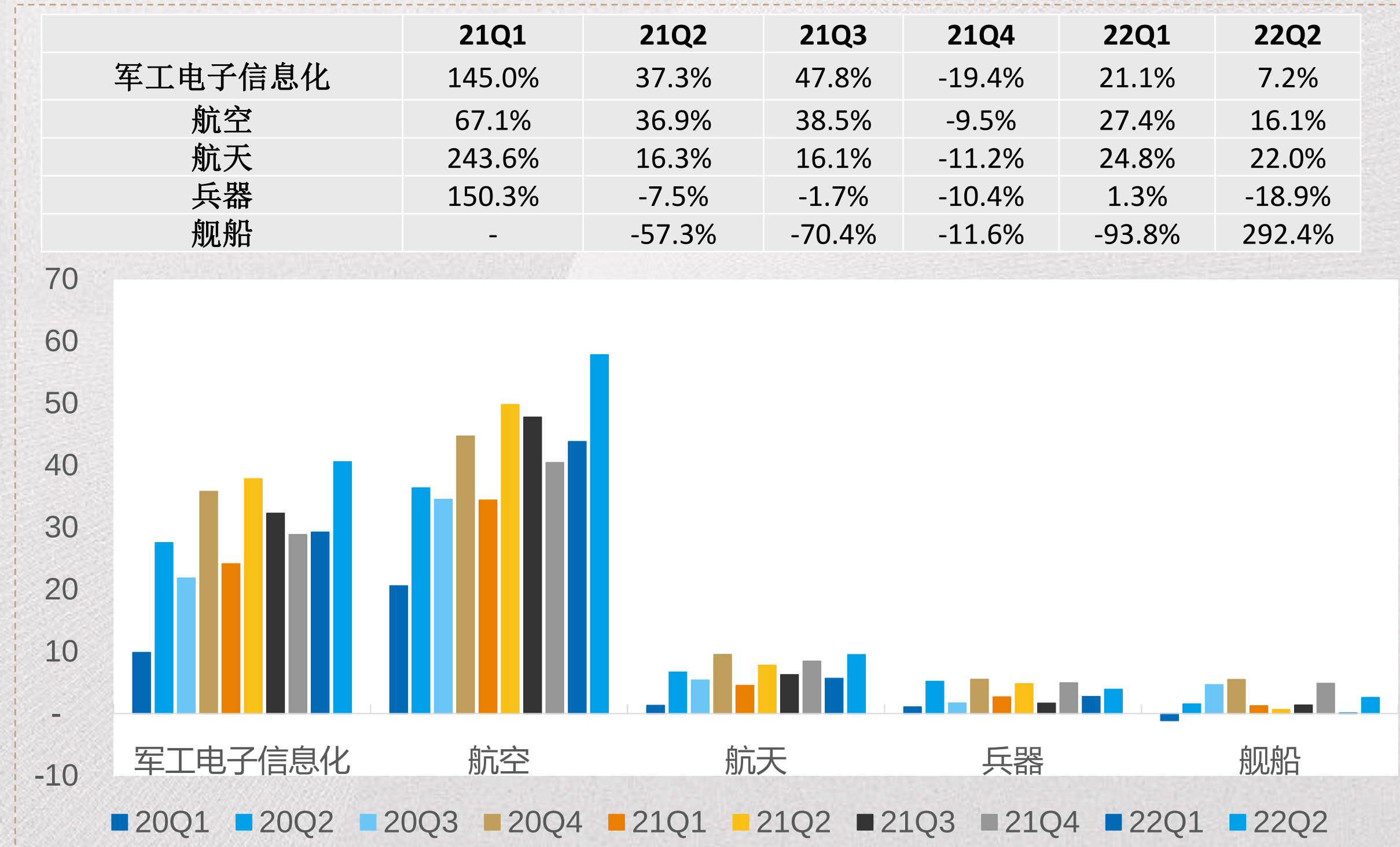
3.1 利润端电子信息化和航空在高增长基数上仍有提升

- **除兵器赛道外净利润均实现较快增长。** 22H1军工电子/航空/航天/兵器/舰船利润同比分别增长12.6%/20.7%/23.0%/-11.6%/39.2%，增速较去年同期-53.1pct/-27.1pct/-30.9pct/-31.2pct/39.2pct。
- **电子信息化和航空赛道在过去三年高增长基数下，2022上半年净利润仍有提升。** 22H1和22Q2主要赛道净利润同比增速均有所放缓。

图表：分赛道半年度净利润（亿元）及对应增速



图表：分赛道单季度净利润（亿元）及对应增速



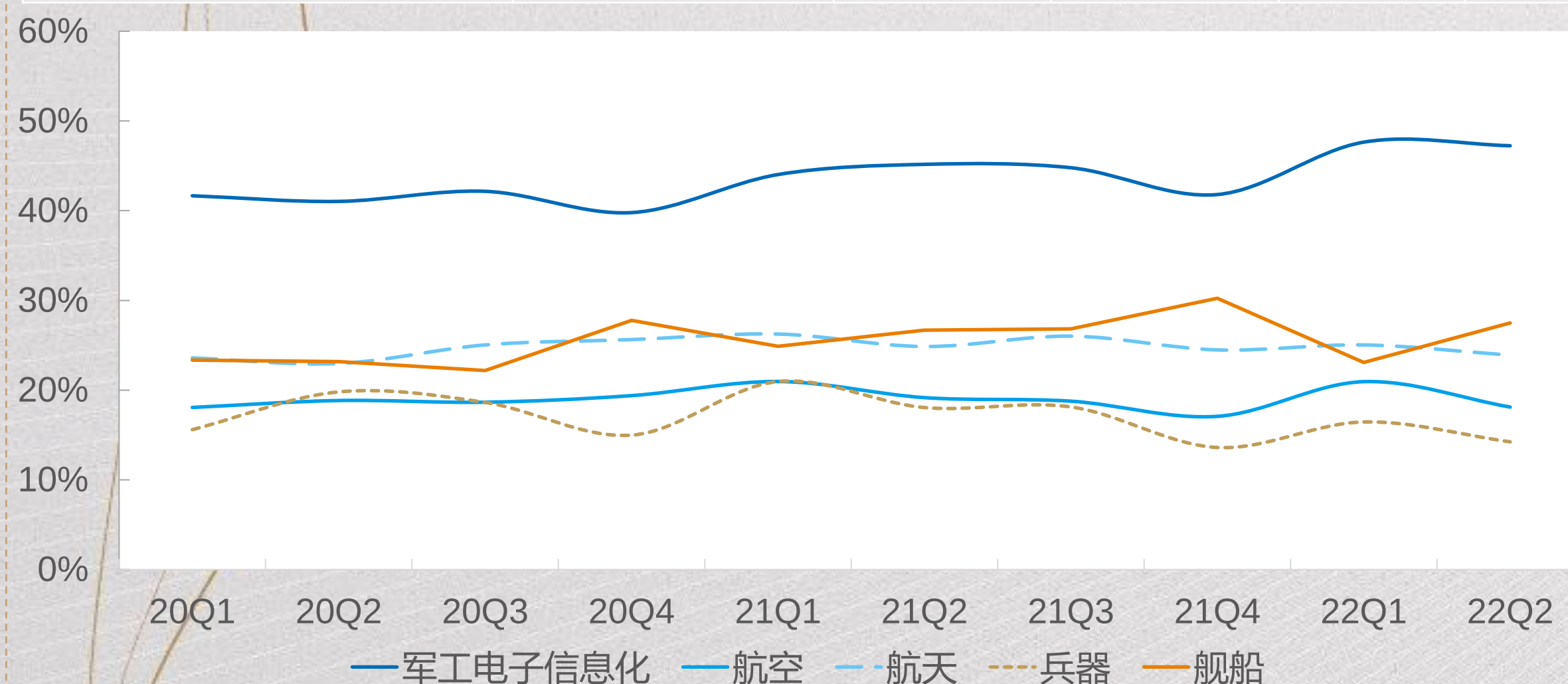
3.1 电子信息化赛道盈利能力提升突出

□ **电子信息化和航空赛道22H1毛利率提升。** 2022H1电子信息化和航空毛利率同比分别+2.9pct/+1.0pct；22Q2电子信息化毛利率同比+2.1pct、环比-0.4pct；22Q2航空毛利率同比-1.1pct、环比-2.8pct。

□ **电子信息化、航空、舰船赛道22H1净利率提升。** 2022H1电子信息化/航空/舰船净利率同比分别+1.2pct/+0.2pct/+2.0pct；22Q2电子信息化净利率同比+1.1pct、环比+2.0pct。

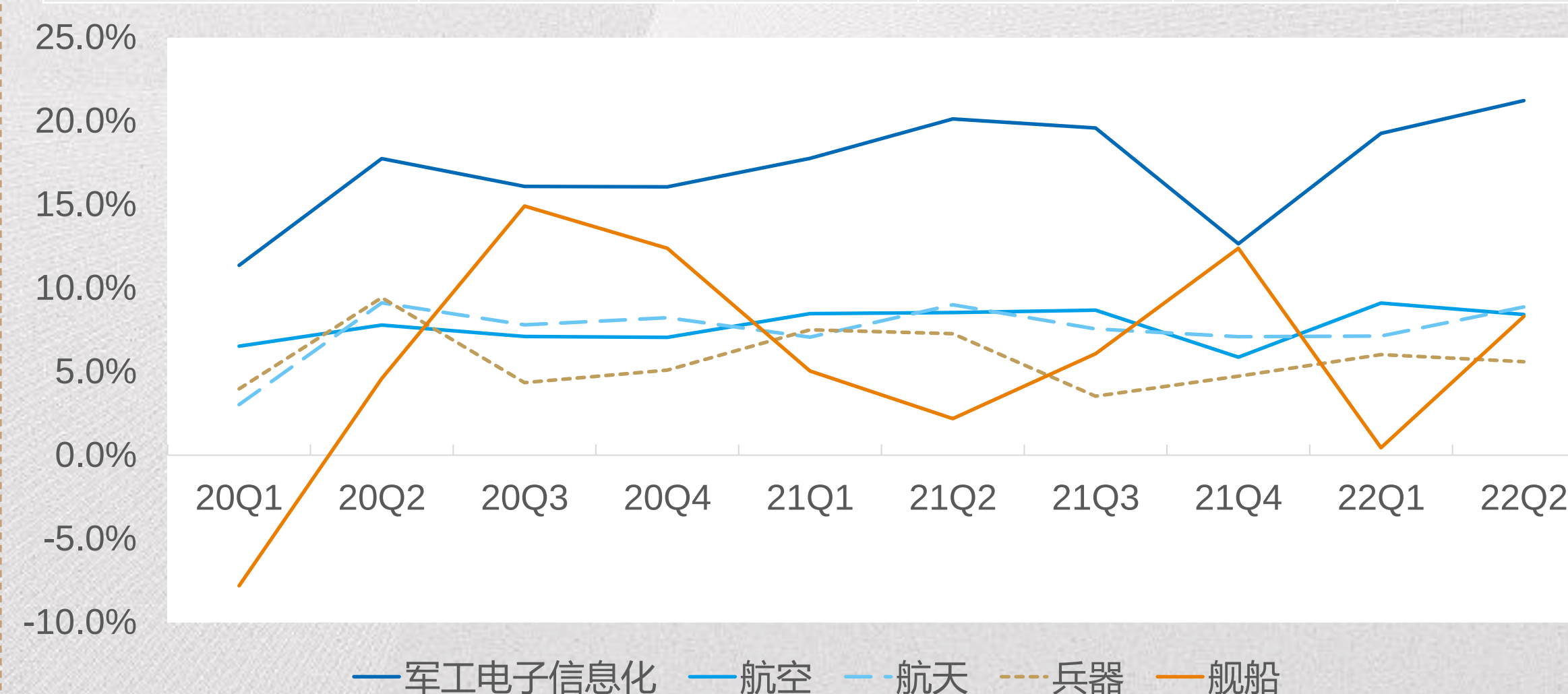
图表：分赛道毛利率及变化

	2022H1	同比	2022Q2	同比	环比
军工电子信息化	47.6%	+2.9%	47%	+2.1%	-0.4%
航空	21.0%	+1.0%	18%	-1.1%	-2.8%
航天	25.0%	-0.4%	24%	-1.0%	-1.1%
兵器	16.4%	-2.6%	14%	-3.8%	-2.2%
舰船	23.1%	-2.8%	27%	+0.8%	+4.4%



图表：分赛道净利率及变化

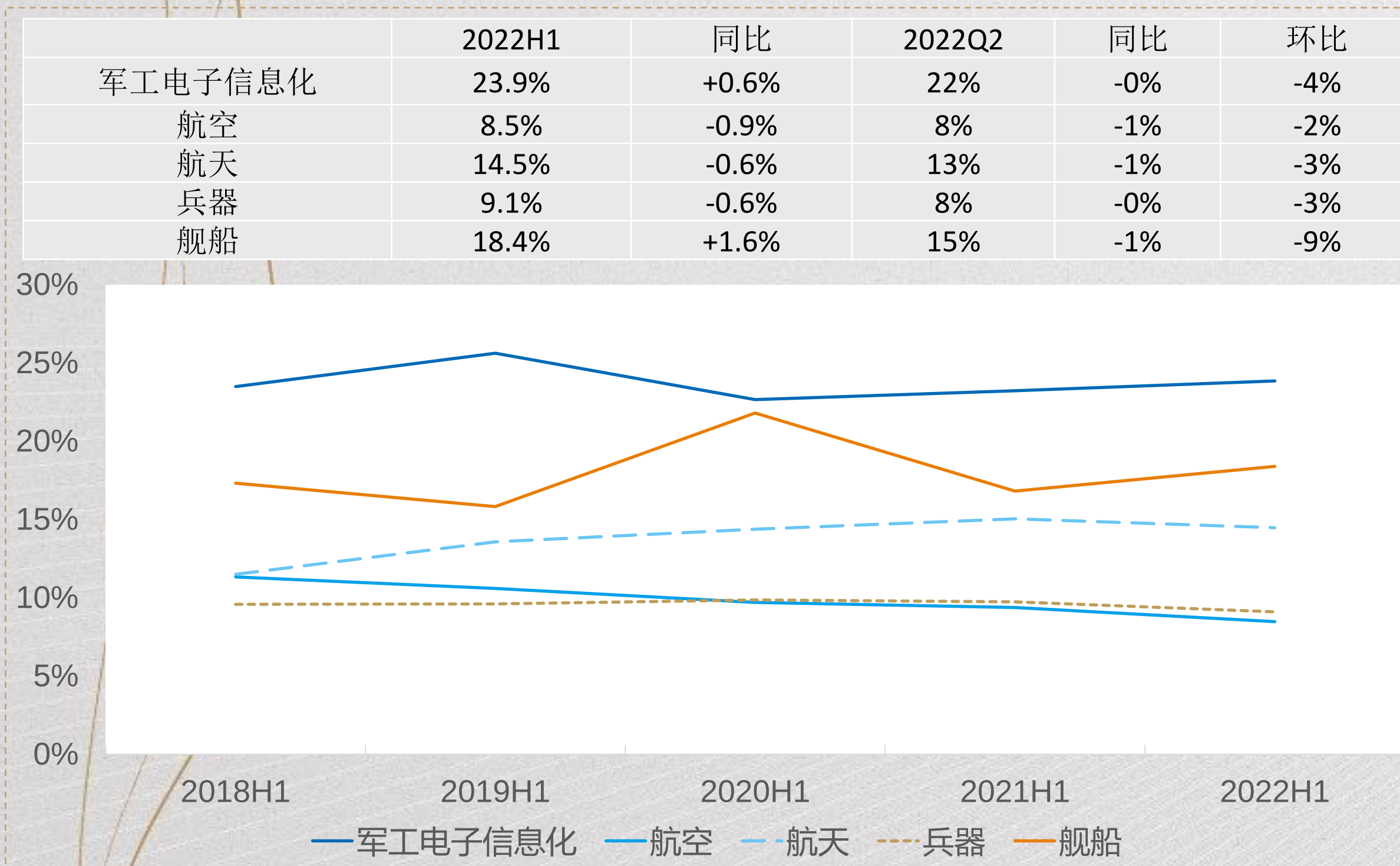
	2022H1	同比	2022Q2	同比	环比
军工电子信息化	20.4%	+1.2%	21%	+1.1%	+2.0%
航空	8.7%	+0.2%	8%	-0.1%	-0.7%
航天	8.1%	-0.1%	9%	-0.1%	+1.7%
兵器	5.8%	-1.6%	6%	-1.7%	-0.4%
舰船	5.5%	+2.0%	8%	+6.1%	+7.9%



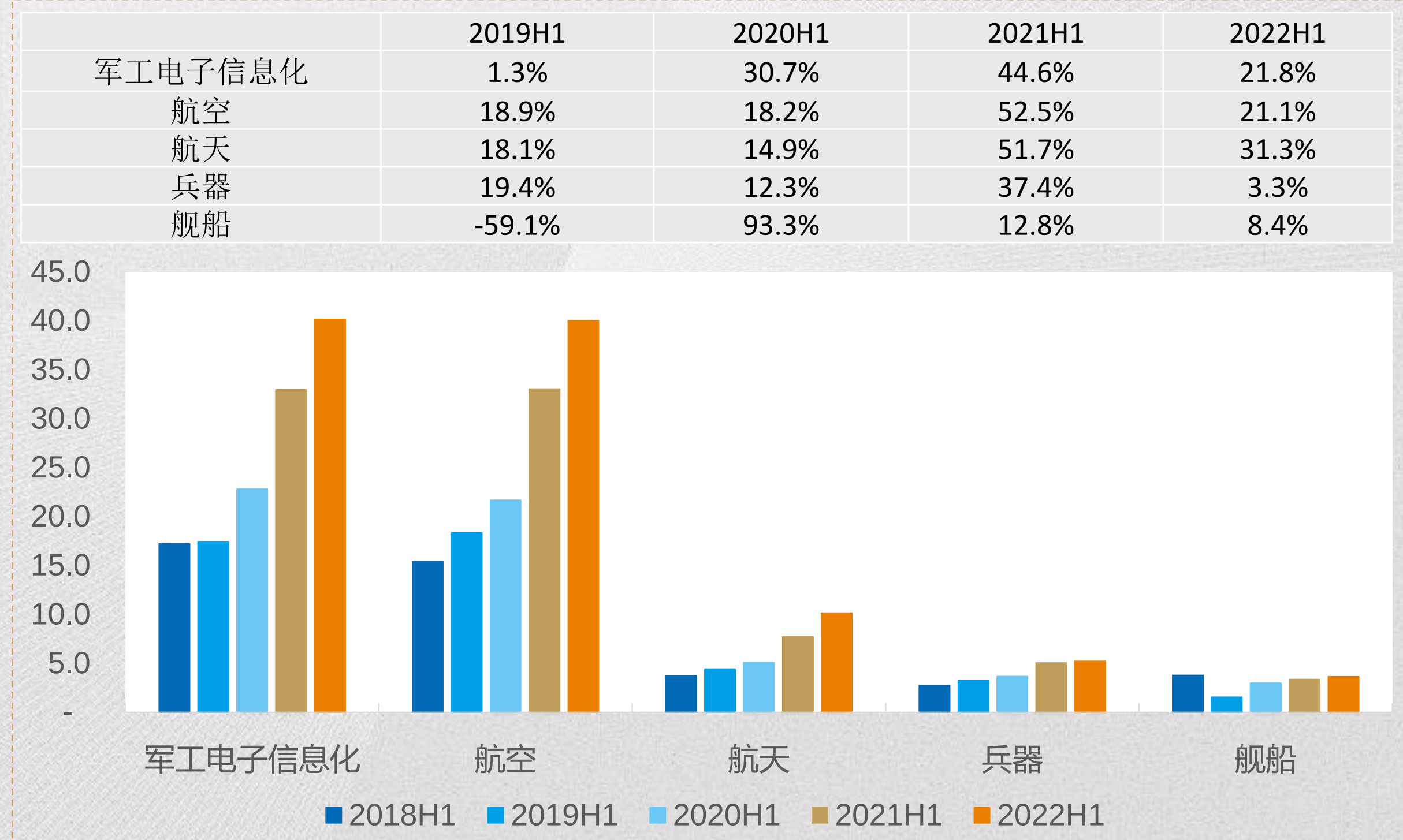
3.1 电子信息化与航空赛道研发投入持续高增

- 22Q2期间费用率同环比均实现下降。** 2022H1军工电子、航空、航天、兵器、舰船期间费用率同比分别+0.6pct、-0.9pct、-0.6pct、-0.6pct、+1.6pct；22Q2同比和环比均有下降，航空、航天、舰船同比分别-1.0pct、-0.6pct、-1.3pct，环比看军工电子及舰船降幅较大。
- 各赛道研发投入均有明显增长，航天、电子信息化和航空增幅最高。** 22H1军工电子、航空、航天、兵器、舰船研发投入同比分别+21.8%、+21.1%、+31.3%、+3.3%、+8.4%，近年来各赛道研发投入增长较快。

图表：分赛道期间费用率及变化



图表：分赛道研发投入（亿元）及对应增速

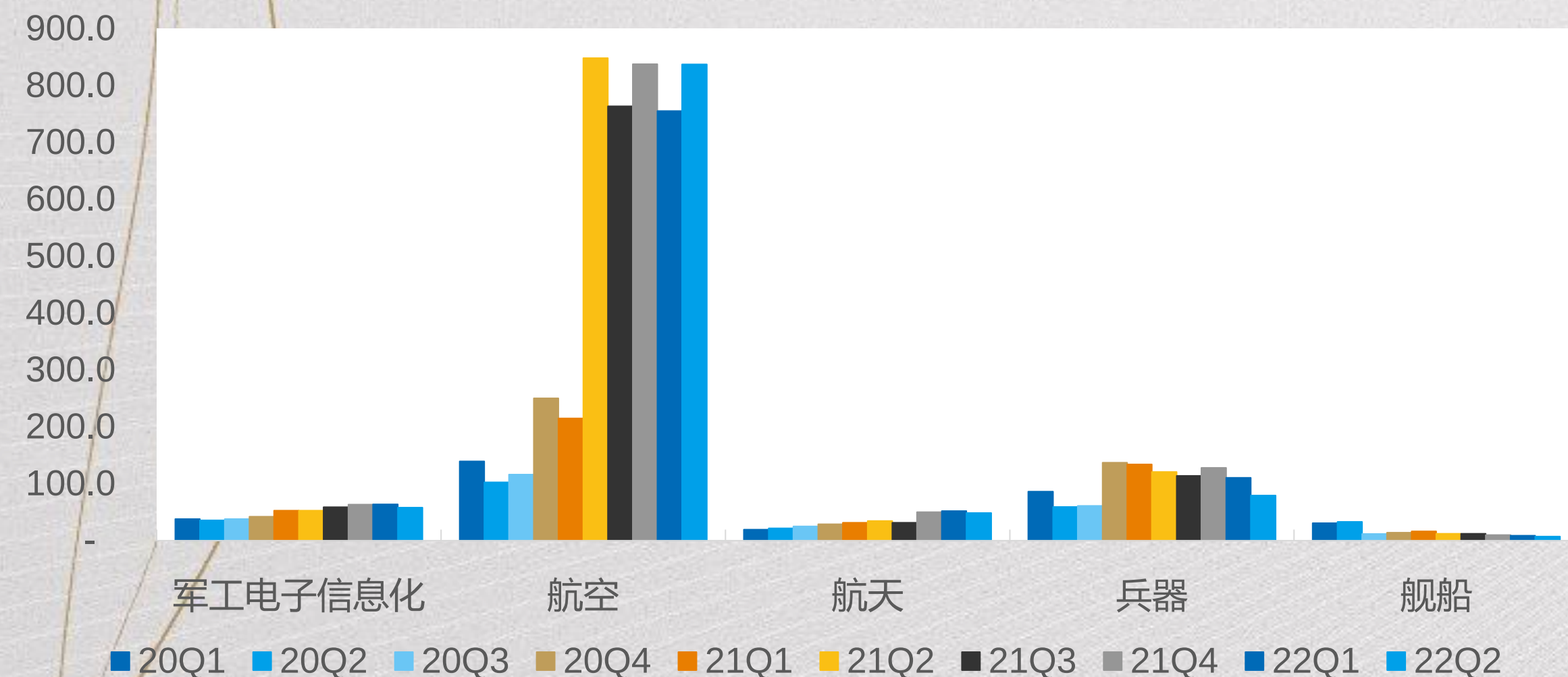


3.2 军工电子预收及预付双增长，航空航天高景气

- 航天及军工电子合同负债保持增长。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船合同负债分别为57.8亿、837.1亿、48.4亿、79.3亿、7.2亿元，其中航天及军工电子信息化赛道合同负债持续较高速增长，分别同比增长40.87%和9.76%；兵器和船舶赛道合同负债随订单交付同比分别下降34.24%和40.40%。
- 航空及军工电子预付款高速增长。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船预付款（含合同资产）分别为55.6亿、397.7亿、65.4亿、38.2亿、29.3亿，其中航空及军工电子信息化预付款（含合同资产）高速增长，分别同比增长44.58%和33.66%；兵器和船舶预付款（含合同资产）分别同比下降2.83%和8.27%。

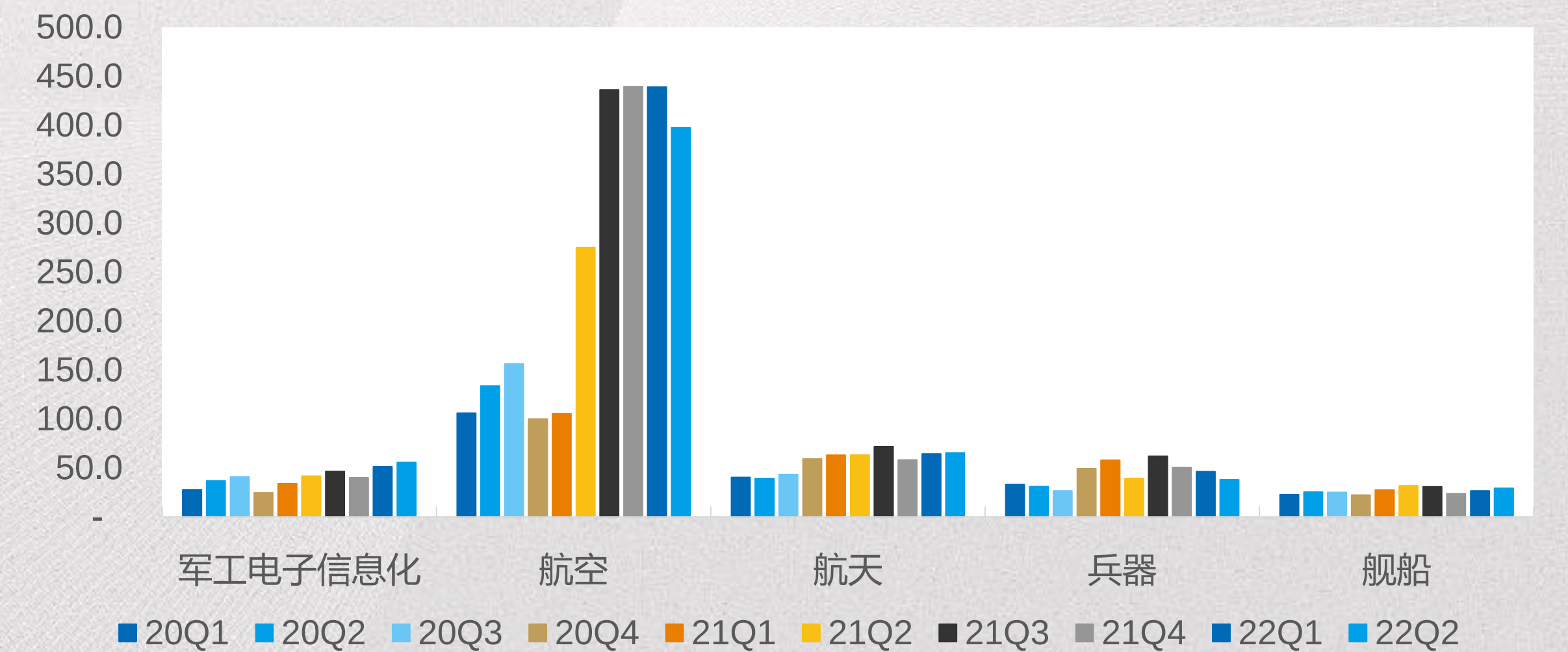
图表：合同负债及同比变化

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
军工电子信息化	38.86%	47.62%	55.49%	50.16%	20.84%	9.76%
航空	54.17%	727.03%	558.77%	234.98%	251.76%	-1.30%
航天	63.73%	59.23%	27.22%	73.80%	65.13%	40.87%
兵器	55.64%	104.01%	86.63%	-6.58%	-17.66%	-34.24%
舰船	-47.45%	-63.43%	4.29%	-30.66%	-46.52%	-40.40%



图表：预付款（含合同资产）及同比变化

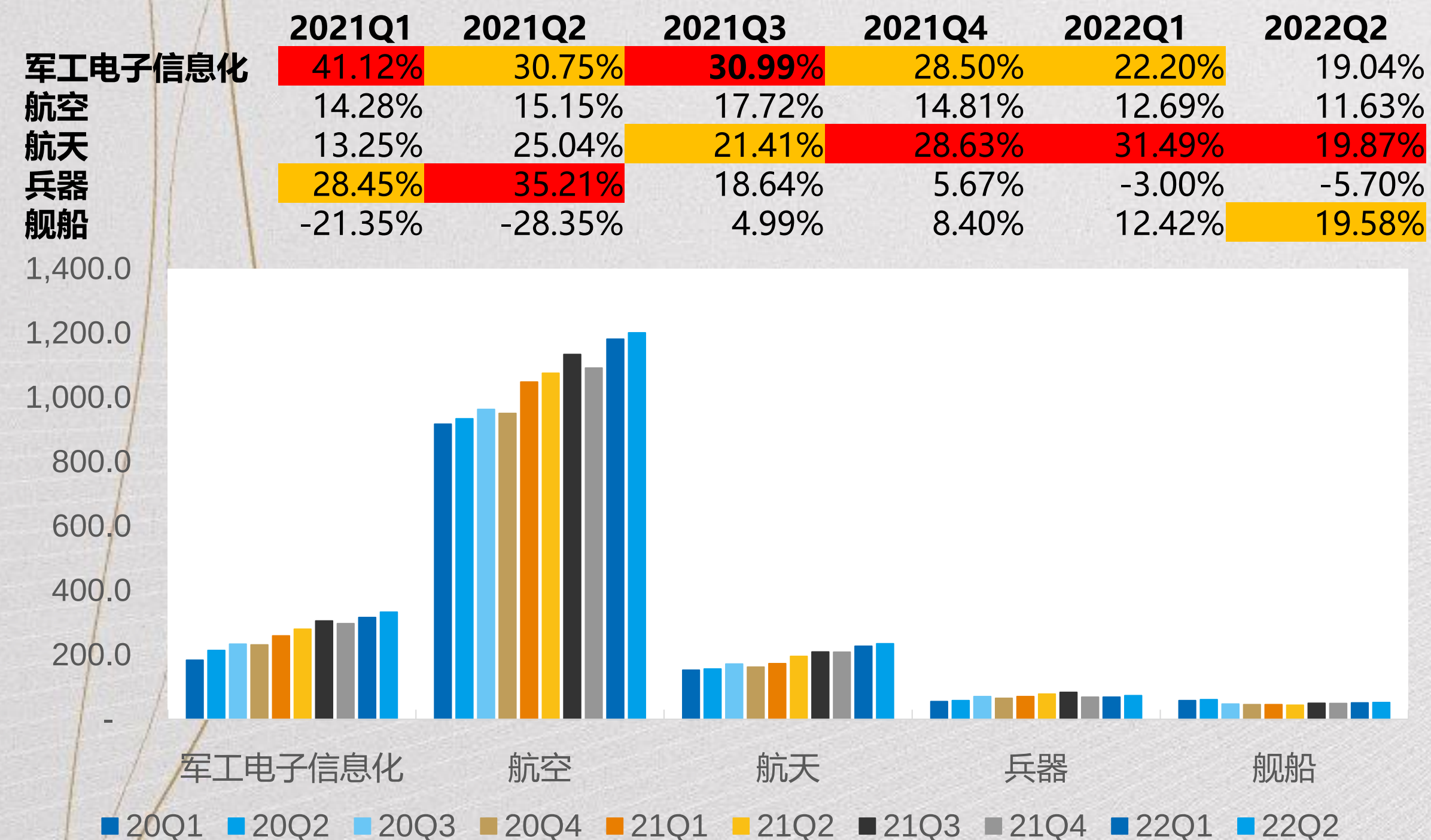
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
军工电子信息化	21.94%	12.36%	13.27%	62.55%	50.93%	33.66%
航空	-0.52%	105.32%	178.80%	338.85%	315.84%	44.58%
航天	56.44%	61.54%	66.02%	-1.65%	1.74%	3.09%
兵器	74.98%	26.56%	133.86%	2.87%	-20.29%	-2.83%
舰船	22.27%	25.27%	23.23%	6.64%	-4.43%	-8.27%



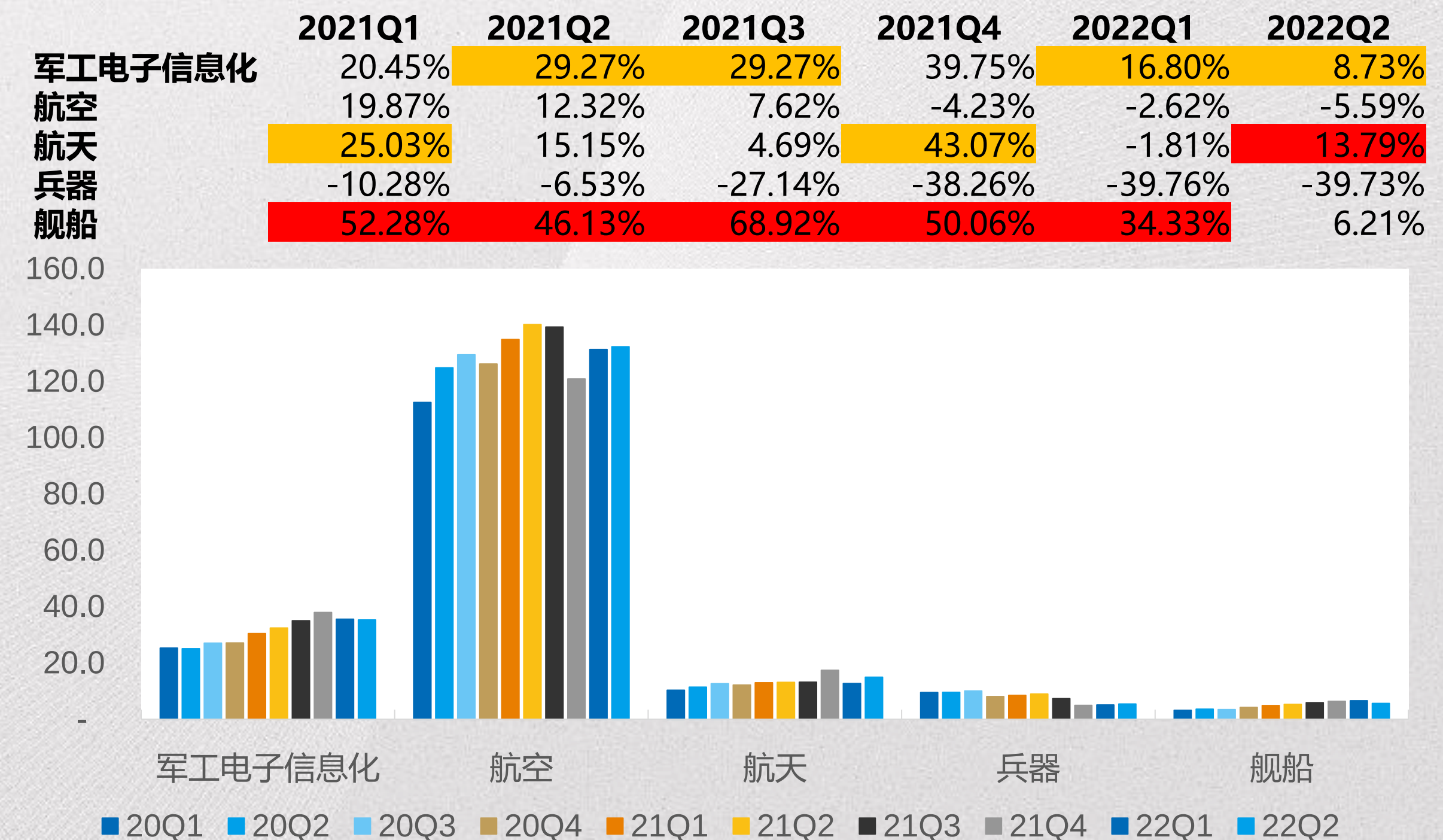
3.2 航天及军工电子增资扩产以实现订单交付

- 航天、舰船及军工电子存货增长，积极备产。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船存货分别为333.5亿、1201.4亿、235.0亿、74.3亿、52.7亿，其中航天及舰船存货增长最快，分别同比增长19.87%和19.58%；兵器存货同比下降5.70%。
- 航天及军工电子在建工程同比高增长，积极扩产应对订单。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船在建工程分别为35.3亿、132.4亿、15.0亿、5.4亿、5.6亿，其中航天及军工电子信息化在建工程增长最快，分别同比增长13.79%和8.73%，产能释放可期；兵器和航空在建工程分别同比下降39.73%和5.59%。结合航天及军工电子合同负债同比高增长，相关企业积极扩产进行订单交付。

图表：存货及同比增速



图表：在建工程及同比增速

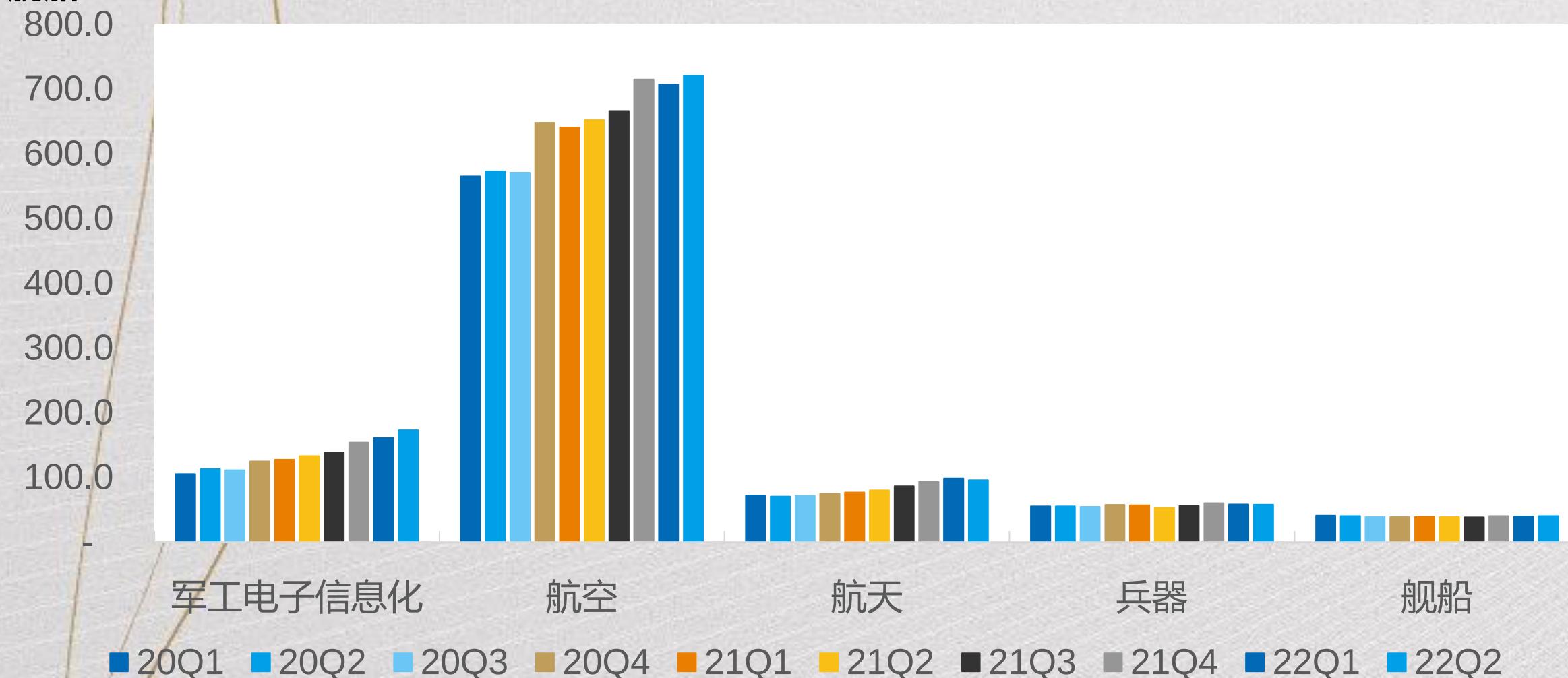


3.2 军工电子及航天积极扩产，航空产能利用率提升

- 军工电子及航天赛道产能陆续到位。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船固定资产及所有权资产合计分别为173.0亿、720.7亿、95.7亿、57.9亿、40.5亿元，其中军工电子信息化和航天固定资产及所有权资产增速最高，分别同比增长30.07%和19.59%，结合在建工程增长情况，行业相关公司仍处于扩产周期中，产能预计快速增长。
- 航空领域固定资产周转提高，或表明产能利用率提高。** 22H1军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船固定资产周转率分别为1.63、1.98、1.95、1.21、2.10，其中航空固定资产周转率较去年同期提升0.11，背后或体现“十四五”期间重点军机及配套发动机进入批产后相关企业产能利用率提升，行业景气度高。

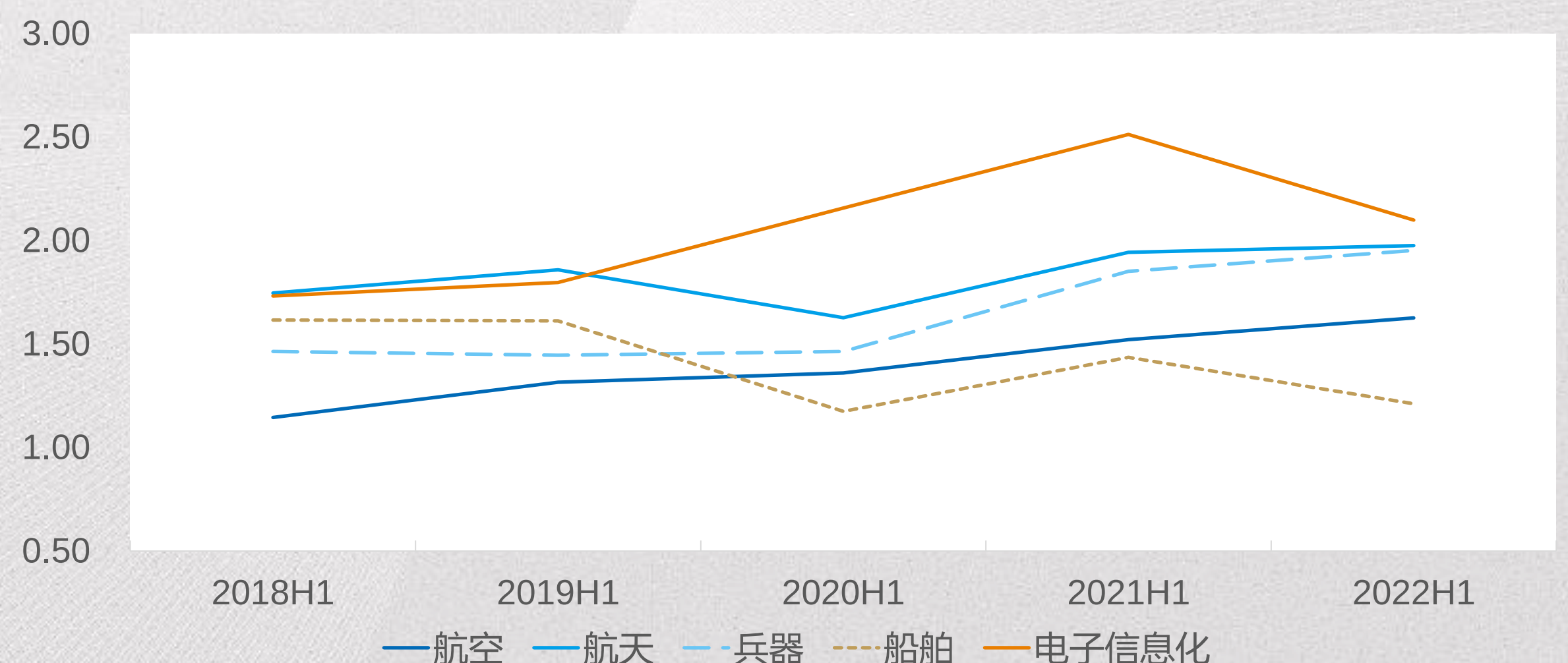
图表：固定资产和所有权资产及同比增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
军工电子信息化	21.20%	17.84%	24.55%	23.23%	26.14%	30.07%
航空	13.36%	13.82%	16.71%	10.31%	10.34%	10.51%
航天	6.20%	13.55%	20.64%	24.26%	28.34%	19.59%
兵器	3.28%	-3.76%	2.45%	4.57%	2.14%	9.39%
舰船	-5.12%	-4.79%	-0.23%	4.92%	2.15%	4.68%



图表：固定资产周转率及同比变化

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
航空	0.17	0.05	0.16	0.11
航天	0.11	-0.23	0.32	0.03
兵器	-0.02	0.02	0.39	0.10
船舶	0.00	-0.44	0.26	-0.22
电子信息化	0.07	0.36	0.36	-0.41

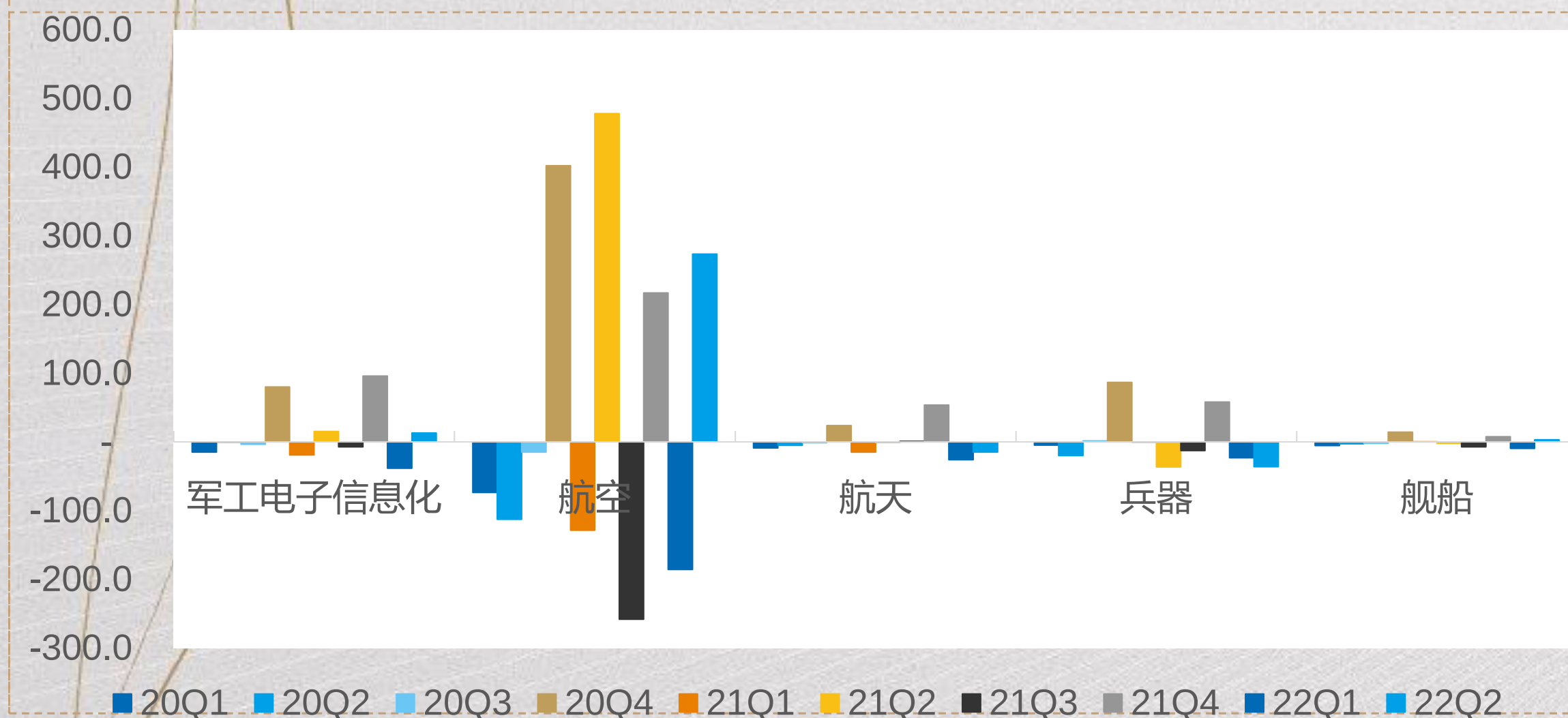


3.3 航空赛道经营净现金流影响受主机厂影响较大

- **经营性现金流较去年有所回落。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船经营性净现金流分别为13.1亿、273.4亿、-15.0亿、-36.1亿、3.1亿元，其中航空经营性净现金流较去年同期下降204.57亿元，舰船较去年同期增加5.29亿元。
- **收现比较去年下降。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船收现比分别为79.2%、113.5%、54.1%、39.1%、64.3%，其中航空收现比较去年同期下降77.03pct，主要由于去年军方客户为主机厂下较大额预付款所致。

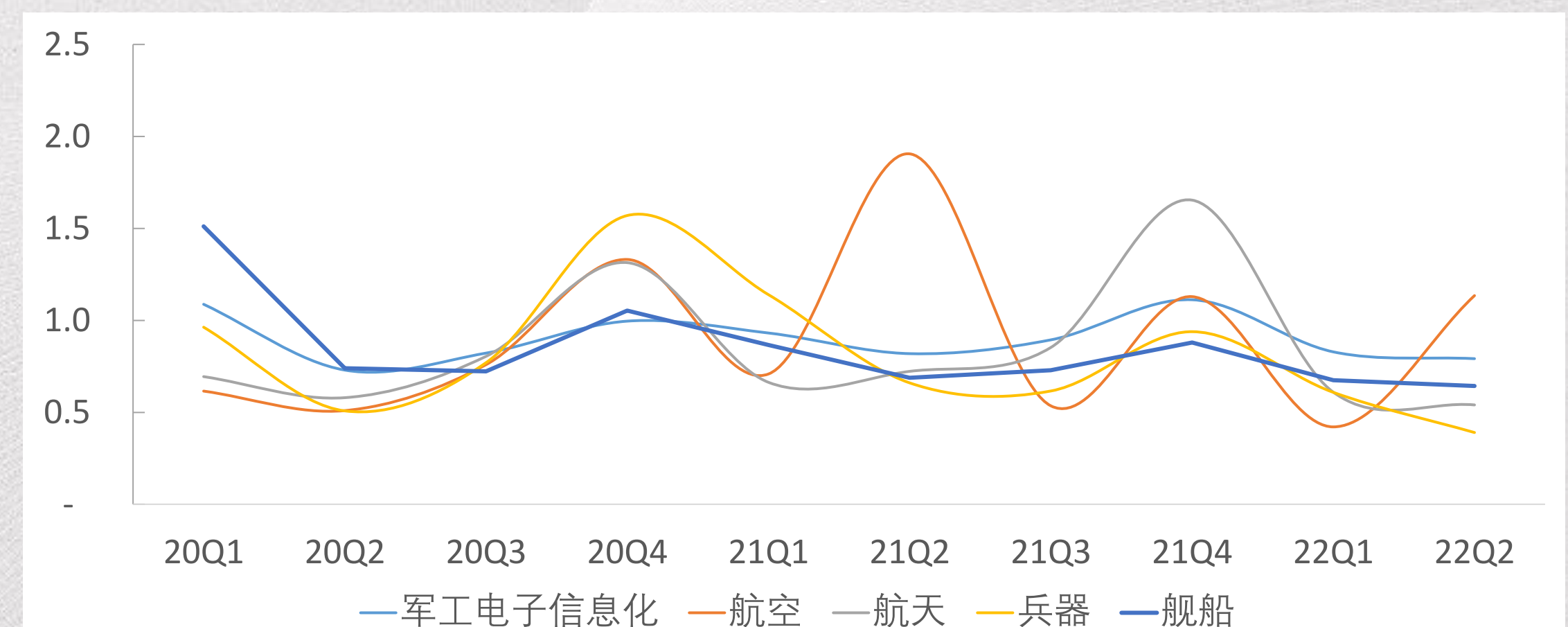
图表：经营性净现金流及同期变化

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
军工电子信息化	-4.27	15.28	-3.77	15.89	-19.39	-2.08
航空	-55.12	590.82	-243.16	-185.14	-57.08	-204.57
航天	-5.93	4.10	2.19	29.80	-11.27	-13.89
兵器	4.62	-16.50	-14.14	-28.47	-22.94	0.52
舰船	5.67	0.78	-5.15	-6.89	-9.98	5.29



图表：收现比及同期变化

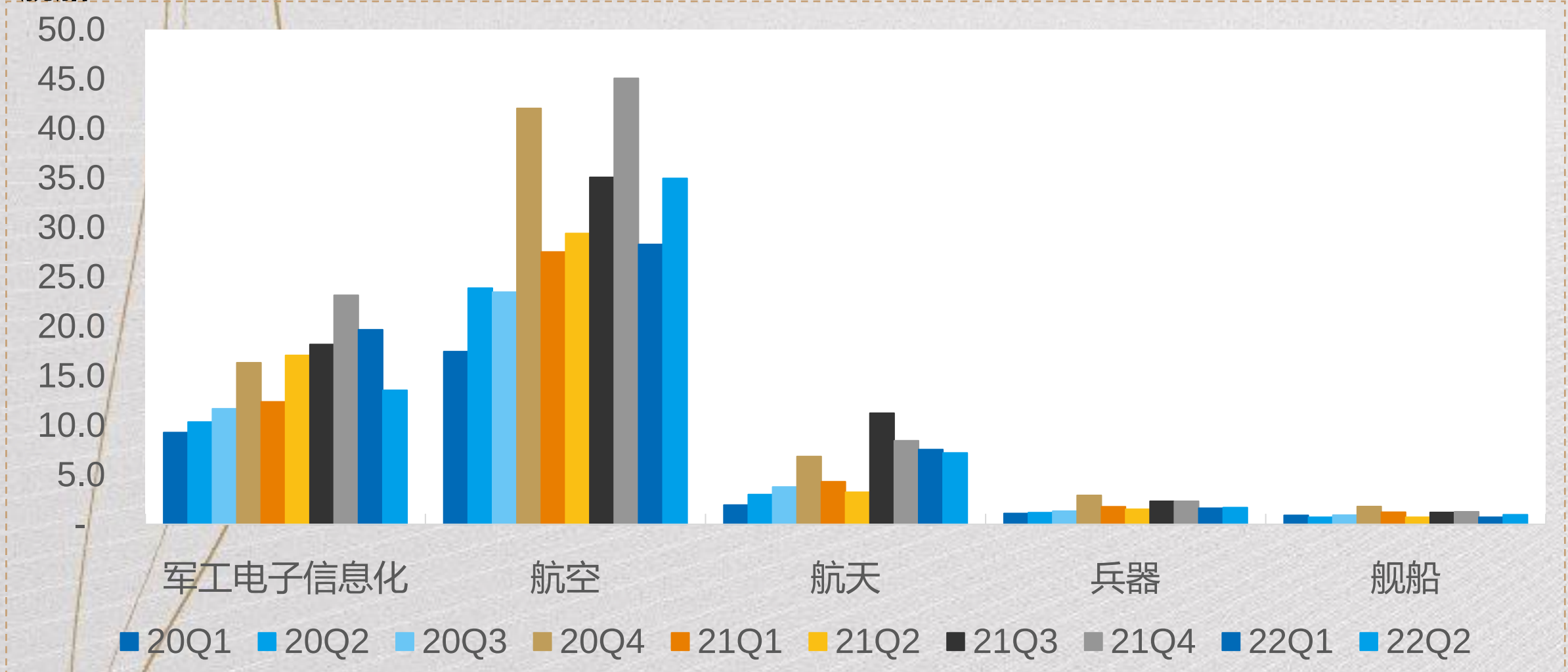
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
军工电子信息化	-15.61%	8.93%	7.19%	11.61%	-10.23%	-2.73%
航空	9.30%	139.50%	-22.39%	-20.20%	-28.74%	-77.03%
航天	-3.11%	14.31%	4.84%	34.00%	-5.37%	-18.25%
兵器	17.67%	15.21%	-15.39%	-63.10%	-53.07%	-26.97%
舰船	-64.50%	-5.25%	0.58%	-17.25%	-19.22%	-4.44%



□ **军工电子资本性支出同比下降或表明大规模扩产接近完成，航空航天资本性支出同比上升扩产仍在进行。** 22Q2军工电子信息化、航空、航天、兵器、舰船资本性支出分别为13.6亿、35.0亿、7.2亿、1.7亿、1.0亿元，其中航空和航天资本性支出分别较去年同期增加5.57亿元和3.96亿元，结合在建工程及固定资产与所有权资产快速增长，赛道内相关企业仍维持扩产趋势；军工电子信息化减少3.52亿元，结合在建工程同比下降及固定资产与所有权资产合计同比上升，或表明赛道内企业产能大规模扩充阶段接近尾声，产能到位下收入可快速提高。

图表：资本性支出及同期变化

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
军工电子信息化	3.10	6.72	6.50	6.82	7.29	-3.52
航空	10.06	5.52	11.61	3.04	0.76	5.57
航天	2.35	0.24	7.44	1.60	3.24	3.96
兵器	0.68	0.34	1.00	-0.60	-0.16	0.18
舰船	0.33	-0.01	0.28	-0.53	-0.52	0.24



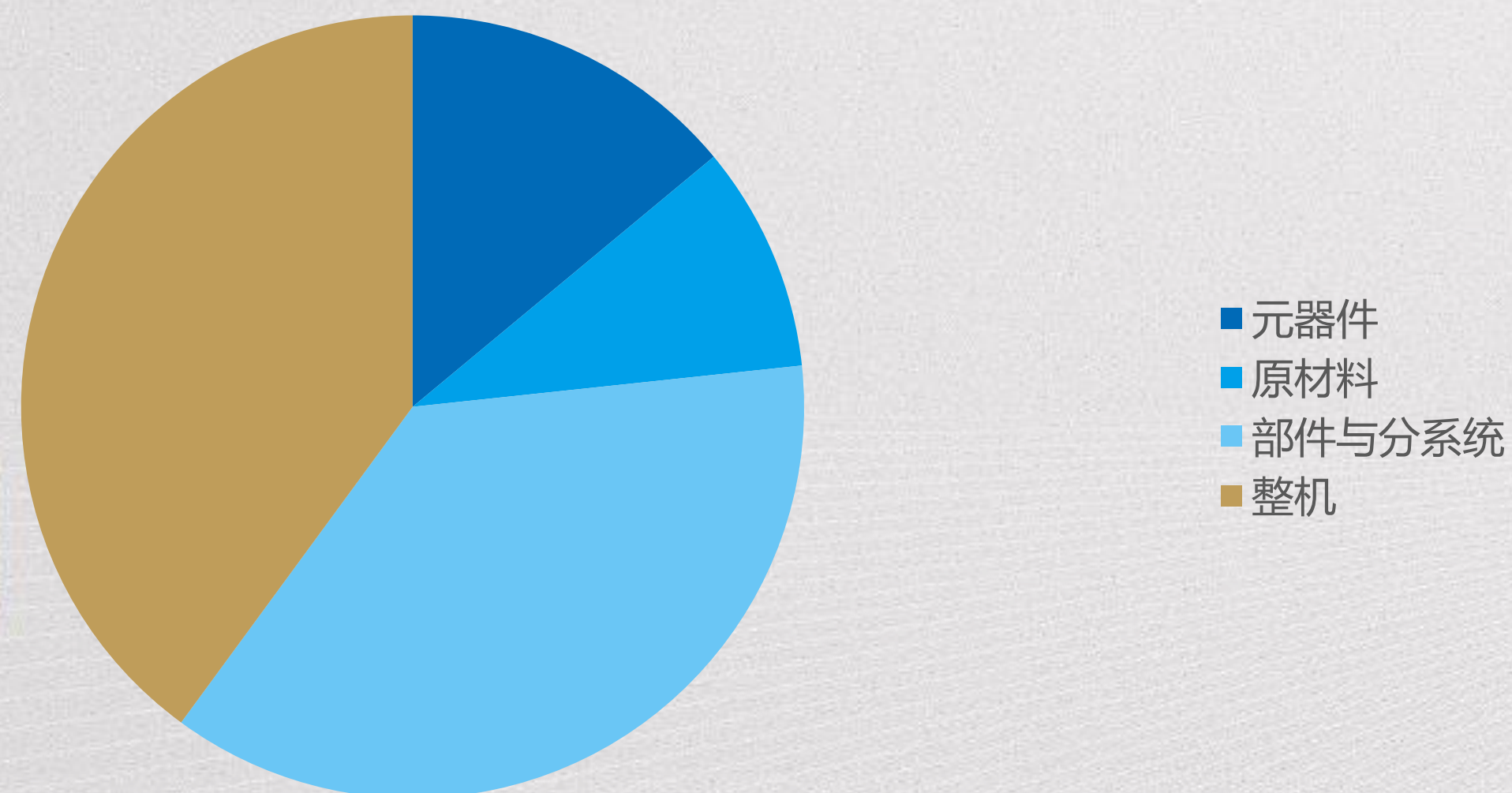
第四章：分产业链环节表现

4.1 上游收入增速最高，成本影响原材料利润端增速低于收入端

□ **收入端，元器件22H1增速最高，原材料22Q2增速最高。** 22H1元器件/原材料/部件与分系统/整机四大环节营收分别同比增长21.6%/21.2%/7.6%/18.4%，22Q2分别同比增长18.7%/20.4%/5.8%/18.6%，上游增速领先。

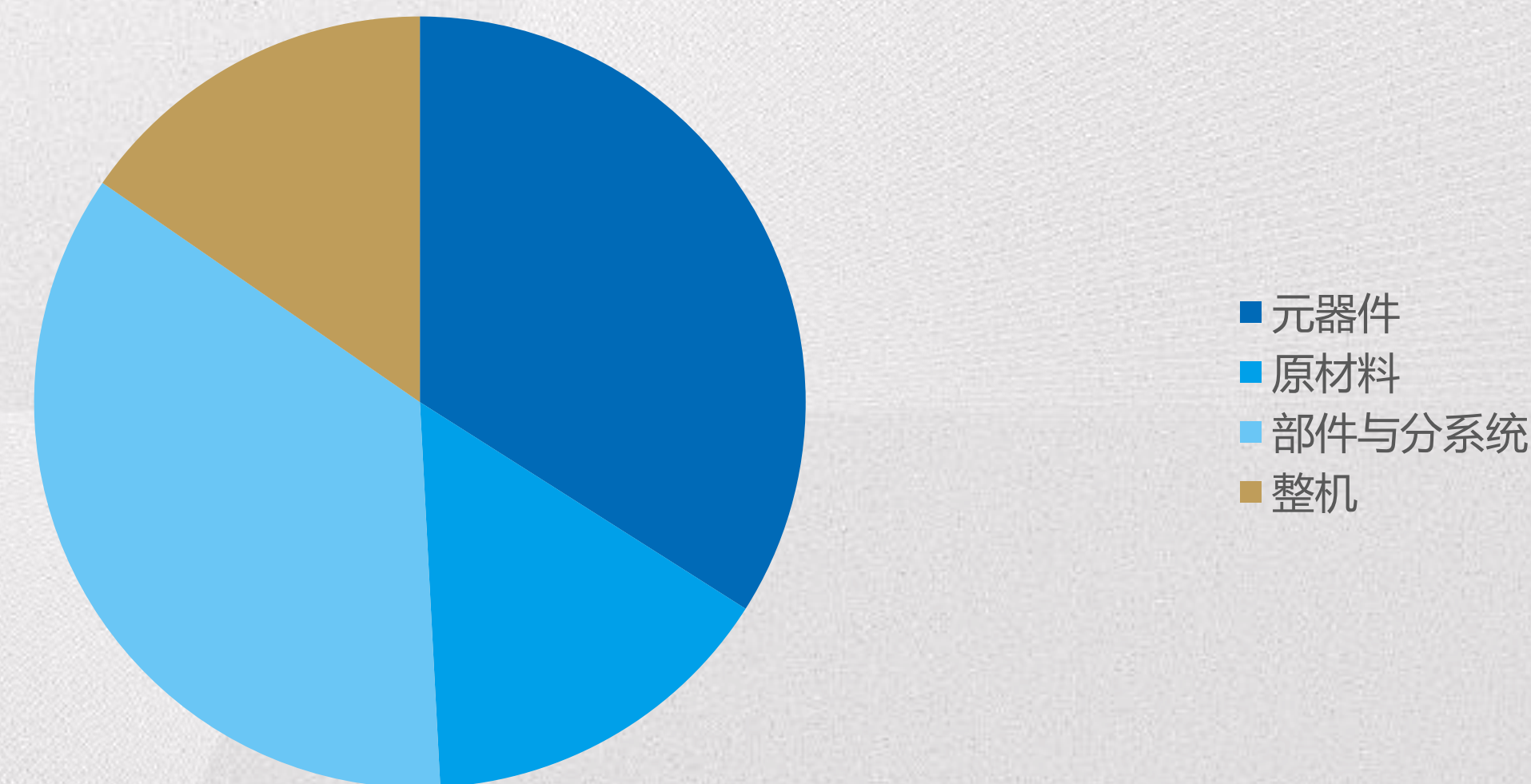
□ **利润端，元器件利润高增，原材料利润端增幅弱于收入端、或因成本端承压。** 22H1元器件/原材料/部件与分系统/整机四大环节净利润分别同比增长43.7%/16.8%/1.7%/8.2%，22Q2分别同比增长43.8%/12.9%/-1.9%/8.6%；元器件利润高增，部件与分系统在二季度利润有所下滑。

图表：2022H1分产业链环节收入（亿元）占比及对应增速



	2021H1	2022H1	同比	2021Q2	2022Q1	2022Q2	同比	环比
元器件	214	260	21.6%	115	123	137	18.7%	11.0%
原材料	144	174	21.2%	78	79	95	20.4%	18.9%
部件与分系统	636	684	7.6%	370	293	391	5.8%	33.2%
整机	628	743	18.4%	391	280	463	18.6%	65.5%

图表：2022H1分产业链环节净利润（亿元）占比及对应增速



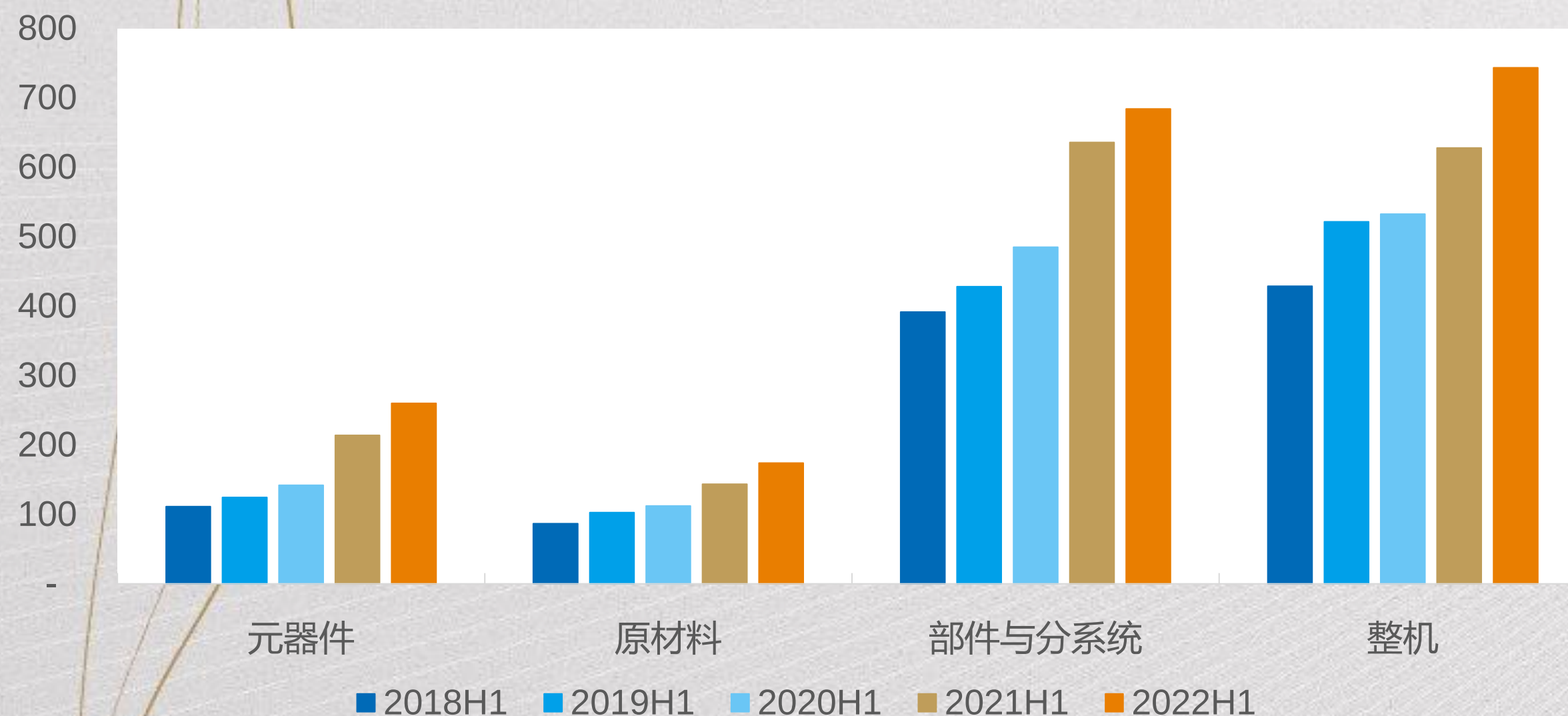
	2021H1	2022H1	同比	2021Q2	2022Q1	2022Q2	同比	环比
元器件	46	67	43.7%	25	31	36	43.8%	16.4%
原材料	25	30	16.8%	14	14	16	12.9%	19.0%
部件与分系统	68	69	1.7%	43	27	43	-1.9%	59.0%
整机	28	30	8.2%	18	10	20	8.6%	90.3%

4.1 上游高基数下增速有所放缓，下游整机环节增速提升

- **中上游环节营收增速放缓，整机增速稳中有升。**从上半年度和Q2角度看，元器件、原材料、部件与分系统三大环节营收增速均有所放缓，整机环节营收增速小幅上升，预示终端客户需求维持旺盛。
- **配套保障能力提升，产业链景气传导有序。**上游经过一轮扩张与规模扩张，有序向下游传导，提升整机环节的生产与交付能力；装备需求持续增长，“十四五”期间有望迎来第二轮扩张。

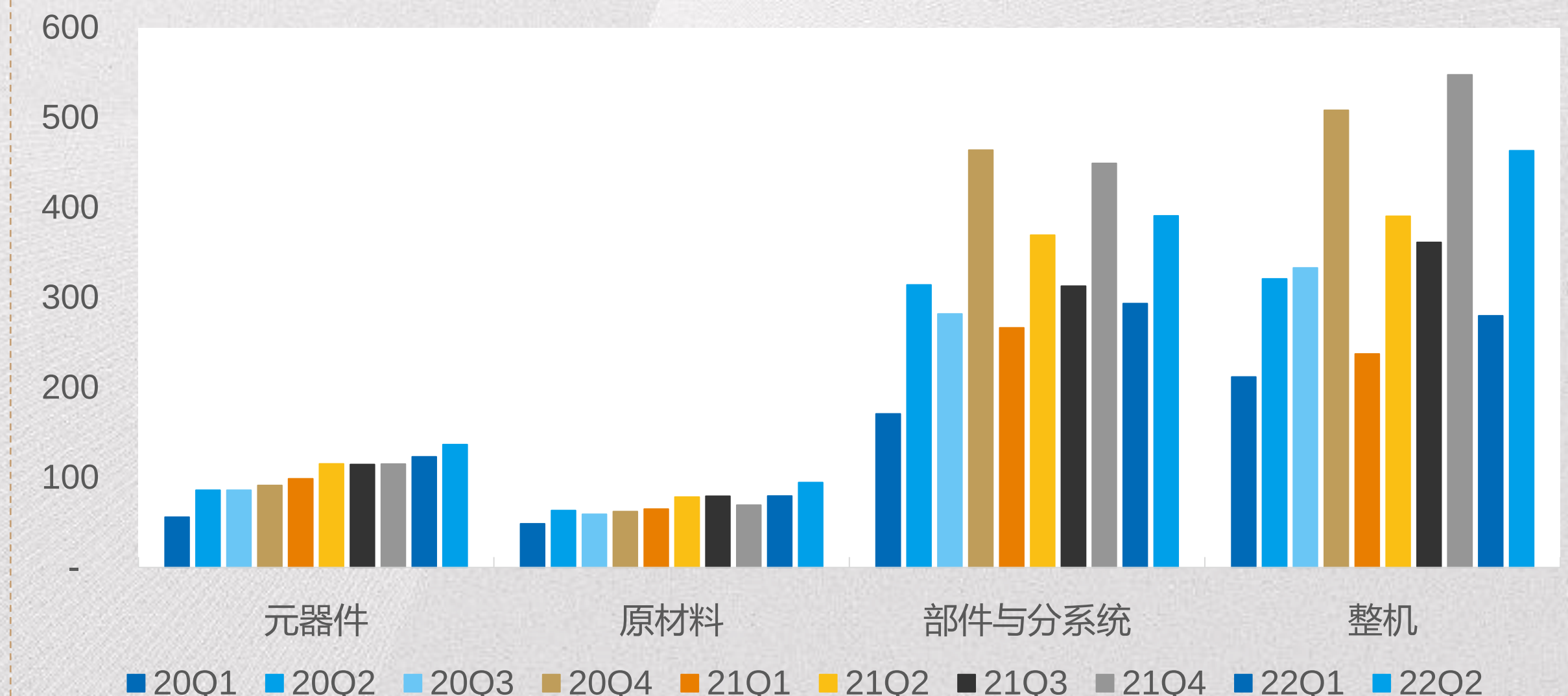
图表：分产业链环节H1收入（亿元）及对应增速

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
元器件	12.0%	13.9%	50.7%	21.6%
原材料	18.6%	9.2%	28.0%	21.2%
部件与分系统	9.4%	13.3%	31.1%	7.6%
整机	21.6%	2.1%	17.9%	18.4%



图表：分产业链环节单季度收入（亿元）及对应增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
元器件	76.1%	34.1%	33.2%	26.1%	25.0%	18.7%
原材料	33.6%	23.6%	33.6%	11.6%	22.1%	20.4%
部件与分系统	56.0%	17.6%	10.9%	-3.2%	10.1%	5.8%
整机	12.1%	21.7%	8.5%	7.8%	17.9%	18.6%

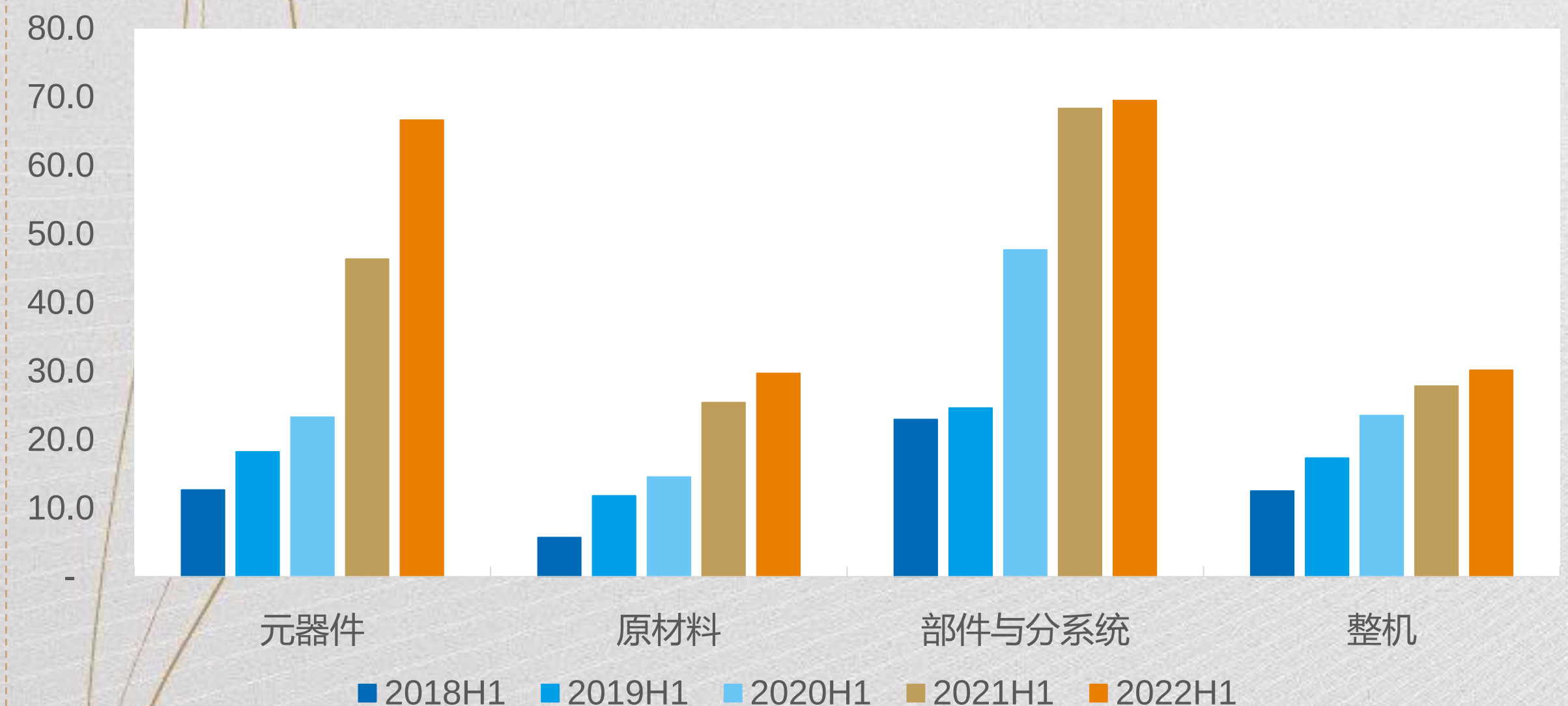


4.1 中上游利润高增速有所回落

- **中上游环节净利润高增速下回落。**上半年度和Q2角度看，元器件、原材料、部件与分系统三大环节净利润增速较2021H1/2022Q1下降幅度较大，中上游环节在2020和2021连续两年收入扩张业绩高速增长，规模效应已充分显现。
- **整机环节净利润增长平稳，趋势放缓。**整机环节22H1净利润增长8.2%、增速较去年同期-10.pct；22Q2净利润增长8.6%、增速较去年同期-22.6pct。

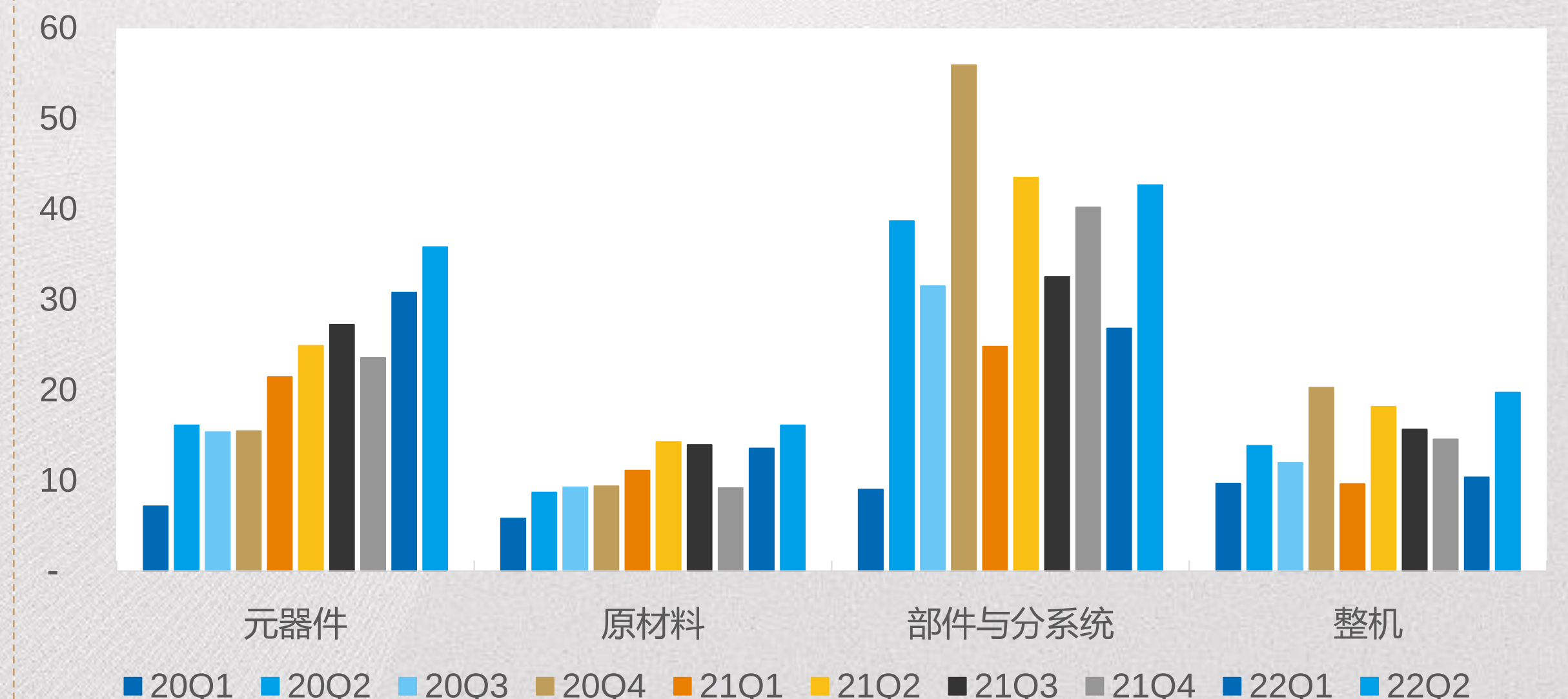
图表：分产业链环节H1净利润（亿元）及对应增速

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
元器件	43.9%	27.7%	99.1%	43.7%
原材料	106.8%	23.0%	74.8%	16.8%
部件与分系统	7.3%	93.7%	43.2%	1.7%
整机	38.3%	35.8%	18.2%	8.2%



图表：分产业链环节单季度净利润（亿元）及对应增速

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
元器件	199.1%	54.6%	77.2%	52.4%	43.5%	43.8%
原材料	90.8%	64.0%	50.6%	-2.2%	21.7%	12.9%
部件与分系统	175.4%	12.4%	3.2%	-28.1%	8.1%	-1.9%
整机	-0.3%	31.2%	31.0%	-28.1%	7.5%	8.6%



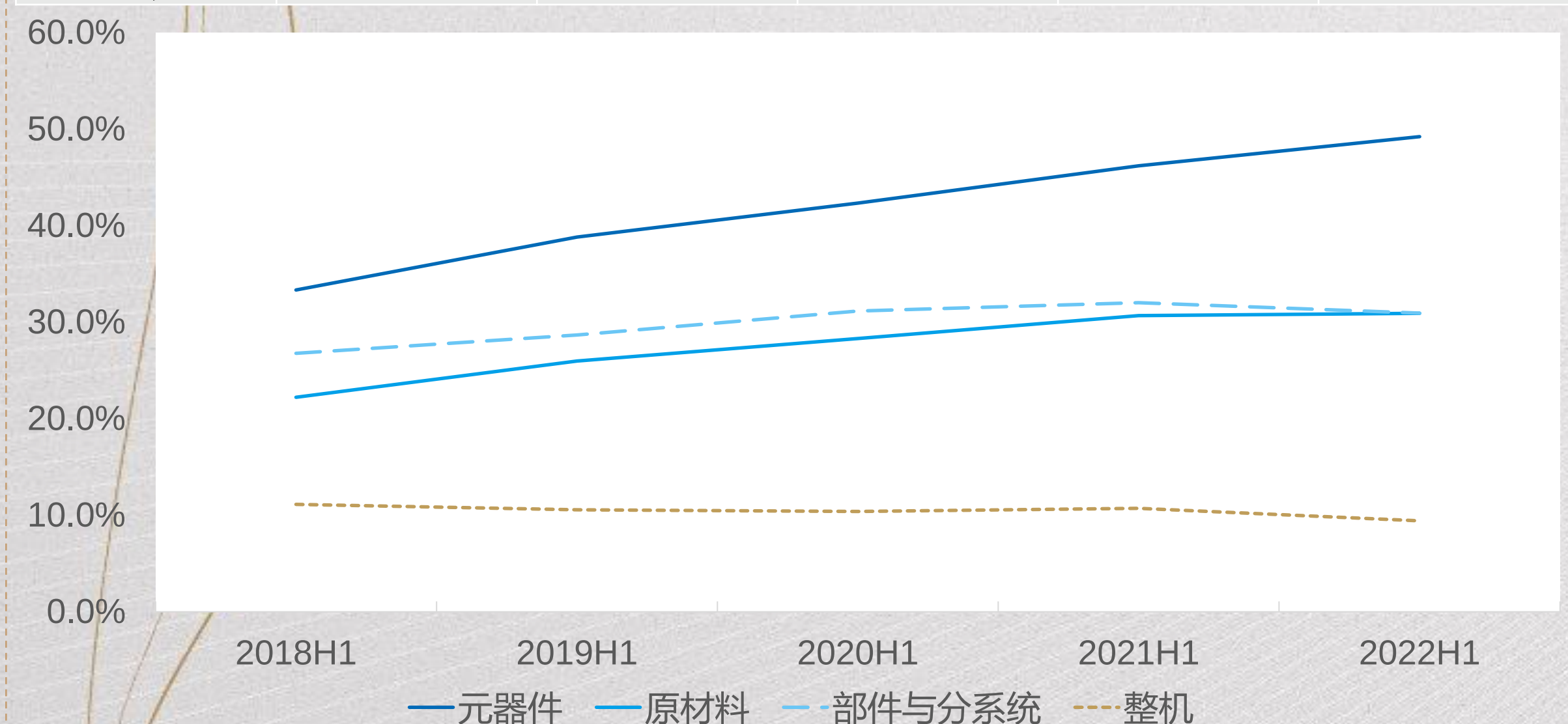
4.1 元器件盈利能力提升显著

□ **22H1元器件及原材料毛利率同比提升。** 2022H1元器件及原材料环节毛利率同比分别提升3.0pct、0.2pct，部件与分系统及整机环节分别下降1.1pct、1.3pct；22Q2元器件环节毛利率同比提升2.5pct，原材料、部件与分系统、整机环节分别下降0.6pct、1.5pct、1.2pct，各环节环比毛利率均有所下降。

□ **22H1及22Q2元器件净利率同比提升显著。** 22H1元器件环节净利率同比提升3.9pct，原材料、部件与分系统及整机环节分别同比下降0.6pct、0.6pct、0.4pct；22Q2元器件环节净利率同比提升4.6pct，原材料、部件与分系统及整机环节分别下降1.1pct、0.9pct、0.4pct。费用率压缩下各环节环比净利率均有所上升。

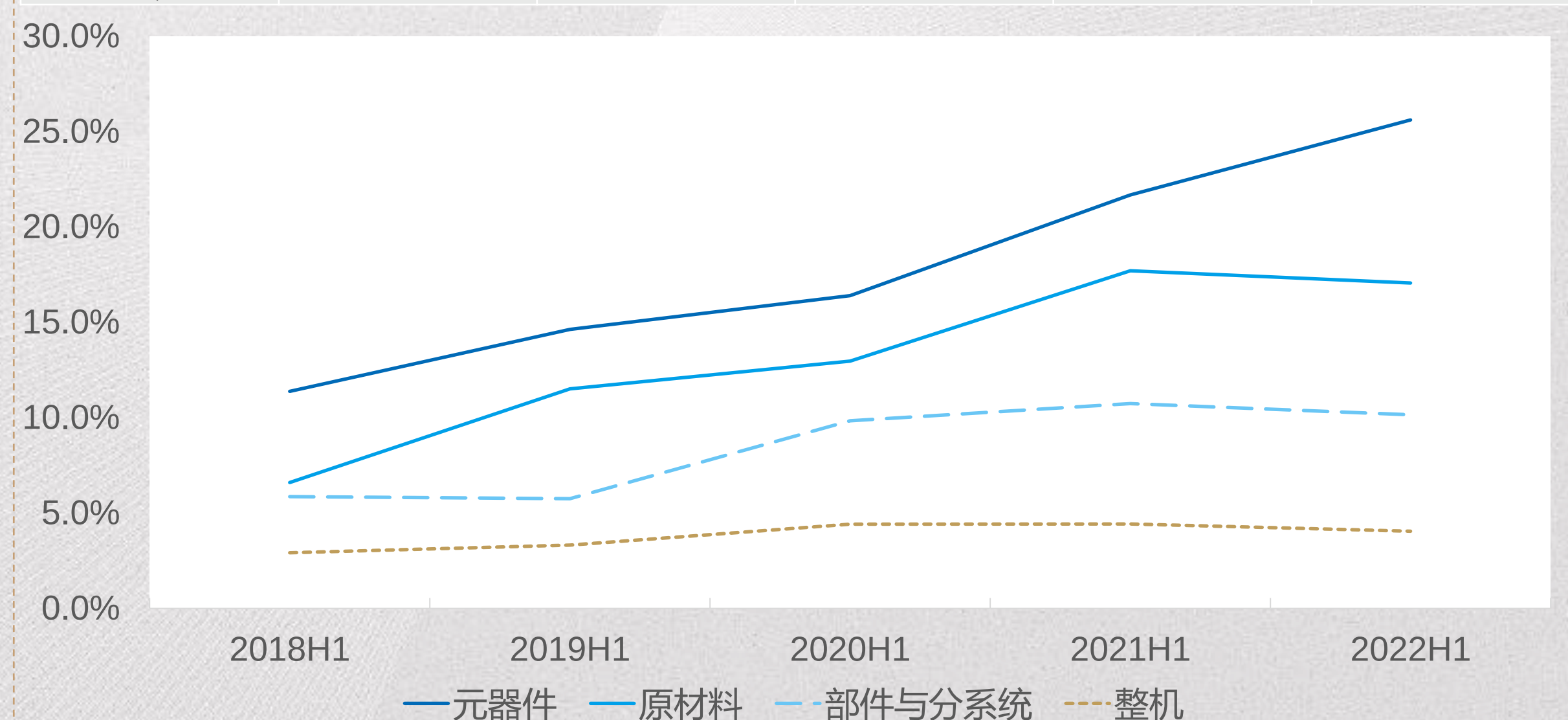
图表：分产业链环节毛利率及变化

	2022H1	同比	2022Q2	同比	环比
元器件	49.2%	3.0%	48.8%	2.5%	-0.8%
原材料	30.9%	0.2%	30.5%	-0.6%	-0.8%
部件与分系统	30.9%	-1.1%	30.9%	-1.5%	0.0%
整机	9.4%	-1.3%	9.1%	-1.2%	-0.8%



图表：分产业链环节净利率及变化

	2022H1	同比	2022Q2	同比	环比
元器件	25.6%	3.9%	26%	4.6%	1.2%
原材料	17.1%	-0.6%	17%	-1.1%	0.0%
部件与分系统	10.2%	-0.6%	11%	-0.9%	1.8%
整机	4.1%	-0.4%	4%	-0.4%	0.6%

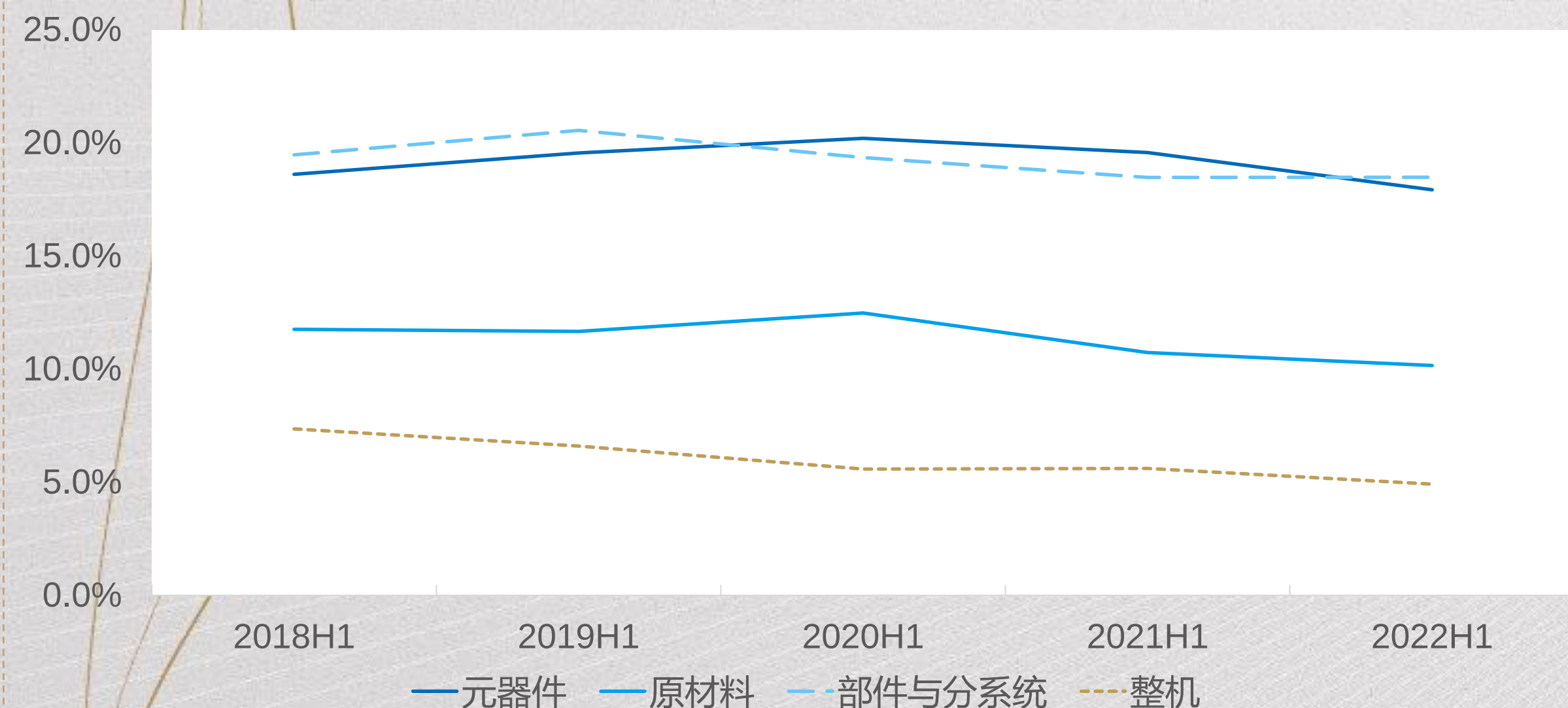


4.1 费用率同比压缩明显，全产业链进行高研发

- 22H1及22Q2各环节期间费用率压缩显著。**2022H1元器件、原材料、部件与分系统及整机环节期间费用率同比分别下降1.6pct、0.6pct、0.0pct、0.7pct；22Q2元器件、原材料、部件与分系统及整机环节期间费用率同比分别下降3.1pct、1.1pct、0.1pct、0.5pct，环比分别下降1.3pct、0.8pct、3.7pct、1.0pct。
- 22H1各环节研发投入均在较高基数下保持高增长。**22H1元器件、原材料、部件与分系统及整机环节研发投入同比增加35.1%、29.5%、16.3%、11.4%，在21年较高基数下仍维持较高增速，国产化替代要求下产业链各环节均加大投入进行技术攻关。

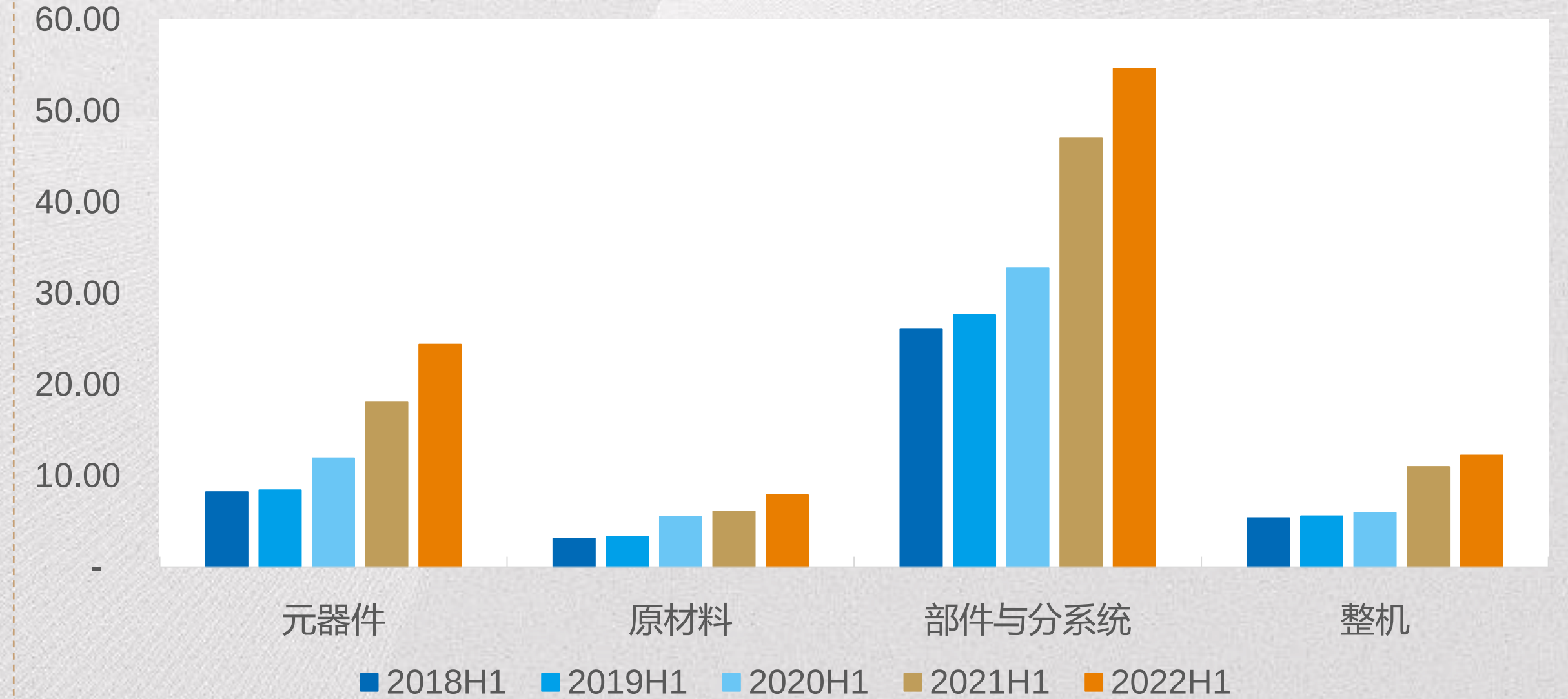
图表：分产业链环节期间费用率及变化

	2022H1	同比	2022Q2	同比	环比
元器件	17.9%	-1.6%	17.3%	-3.1%	-1.3%
原材料	10.2%	-0.6%	9.8%	-1.1%	-0.8%
部件与分系统	18.5%	0.0%	16.9%	-0.1%	-3.7%
整机	4.9%	-0.7%	4.6%	-0.5%	-1.0%



图表：分产业链环节研发投入（亿元）及对应增速

	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
元器件	2.5%	41.5%	51.2%	35.1%
原材料	6.0%	65.5%	10.1%	29.5%
部件与分系统	5.8%	18.6%	43.4%	16.3%
整机	3.8%	6.3%	84.9%	11.4%

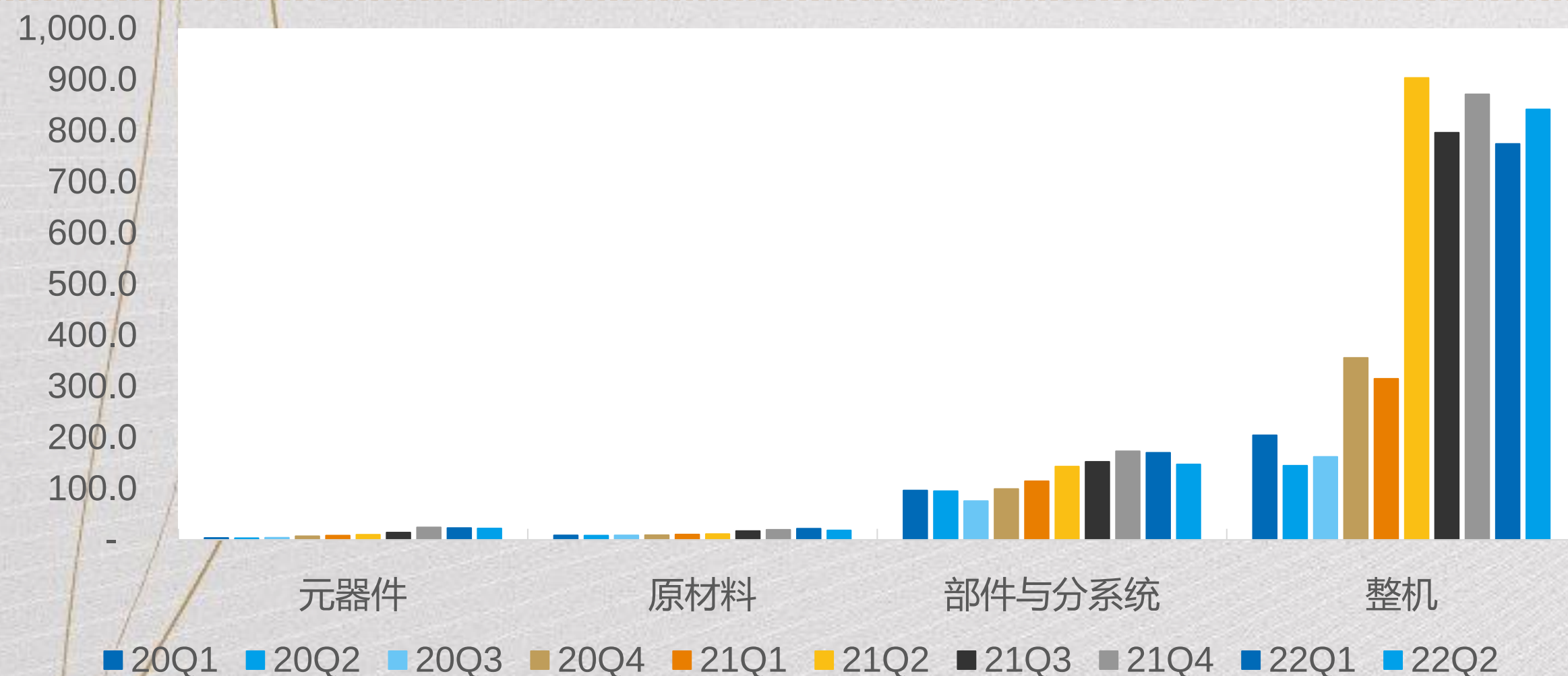


4.2 上游订单持续增长，下游订单逐步交付

- 上游订单持续增长。** 22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机合同负债分别为22.2亿、18.7亿、147.4亿、841.6亿，其中元器件和原材料合同负债增速最快，分别同比增长123.97%和66.63%，整机环节同比下降6.83%，上游订单持续增长体现高景气。
- 下游预付款较期初下降，订单逐步交付。** 22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机预付款项（含合同资产）分别为16.6亿、10.7亿、134.0亿、425.1亿，其中整机与元器件环节增速最快，分别同比增长43.10%和39.59%，原材料环节同比下降7.37%。

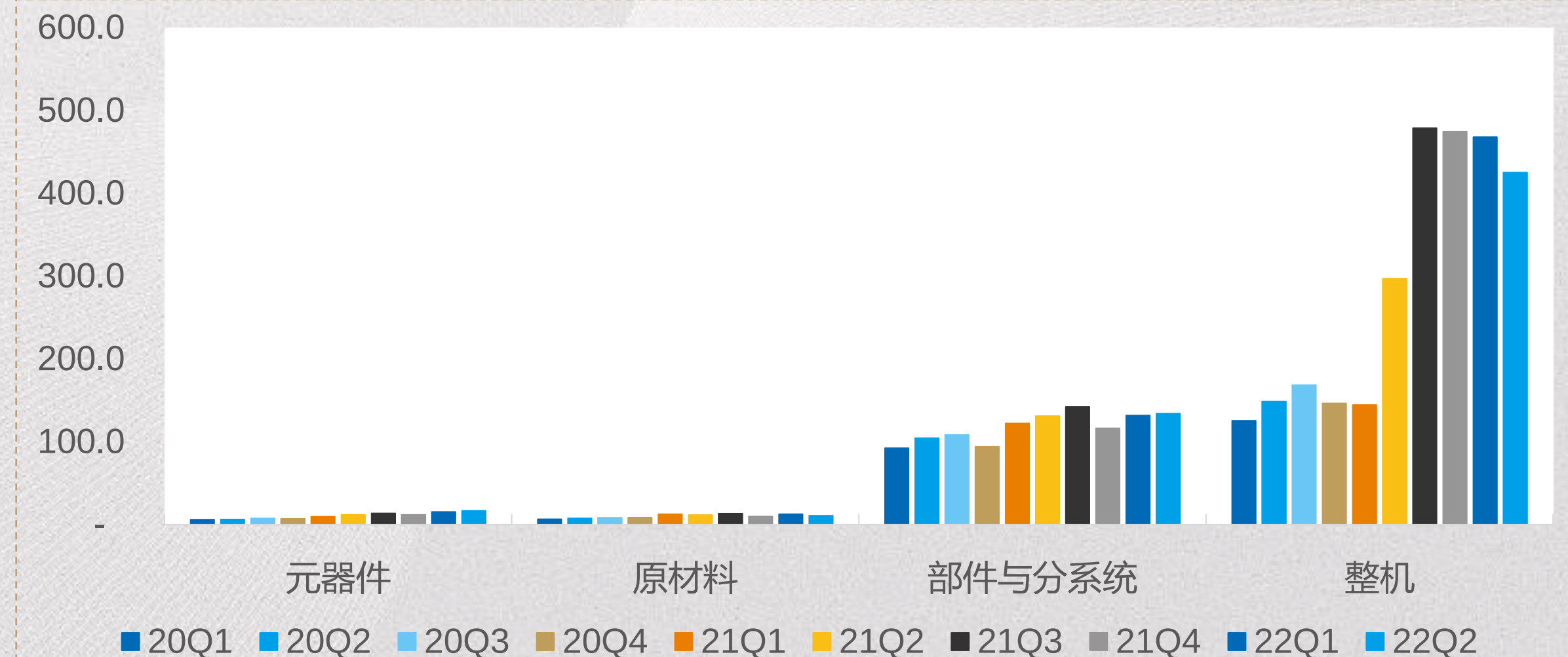
图表：合同负债及同比增速

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	133.08%	189.88%	236.85%	233.68%	170.77%	123.97%
原材料	19.61%	33.25%	90.22%	110.58%	109.95%	66.63%
部件与分系统	19.16%	50.78%	101.15%	74.33%	48.15%	2.75%
整机	54.23%	523.42%	391.02%	144.78%	145.83%	-6.83%



图表：预付款项（含合同资产）及同比增速

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	57.16%	91.65%	79.43%	73.22%	60.11%	39.59%
原材料	94.04%	52.97%	60.98%	17.15%	1.27%	-7.37%
部件与分系统	32.44%	25.38%	31.23%	23.62%	7.79%	2.26%
整机	15.01%	99.80%	184.29%	224.13%	223.99%	43.10%

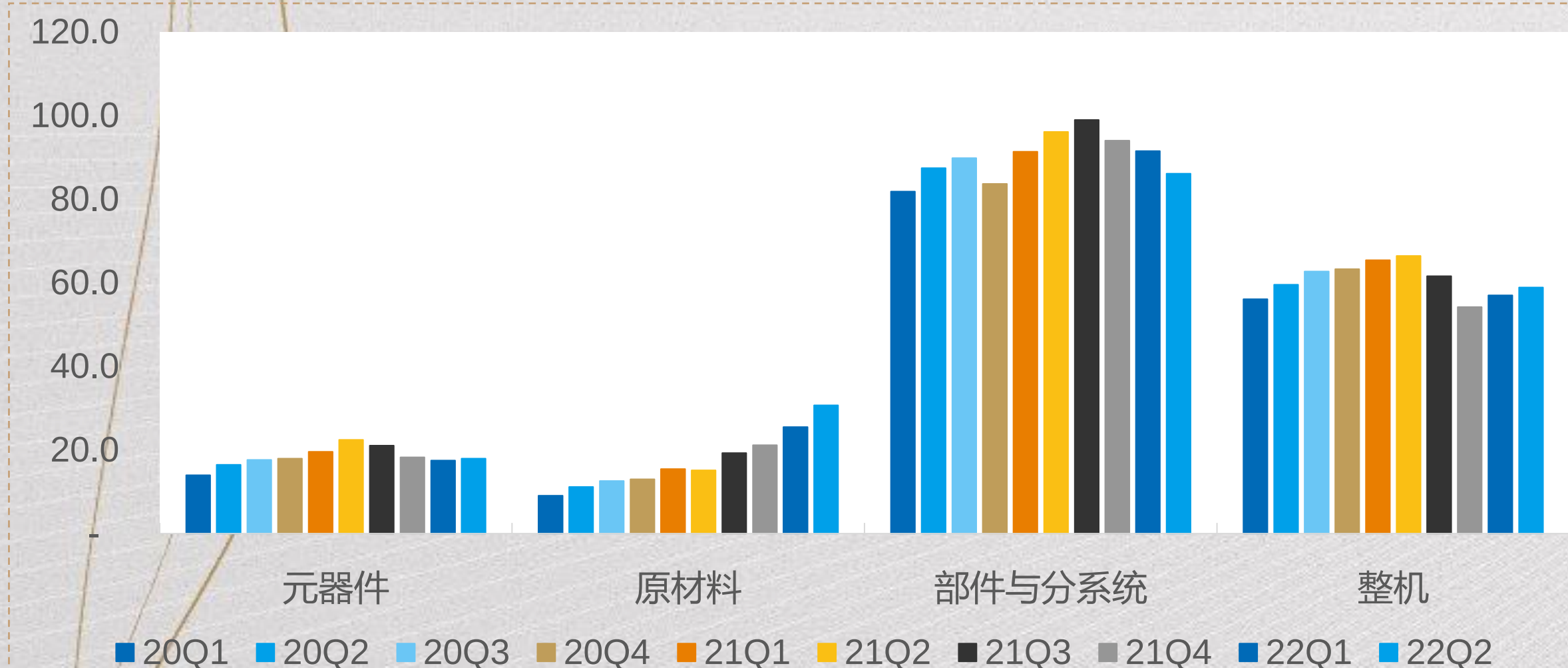


4.2 上游保持高速扩产，存货链条开始向中游转移

- 原材料环节扩产速度加快，元器件在建工程逐步转固。** 22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机在建工程分别为18.0亿、30.7亿、86.1亿、58.9亿，其中原材料在建工程增速最快，同比增长102.57%，元器件环节同比下降20.03%，产线逐步转固带来产能释放。
- 元器件存货维持高增长，存货链条开始向中游传递。** 22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机存货分别为157.1亿、125.5亿、750.7亿、863.6亿，其中元器件环节存货增速最快，同比增长42.50%，结合合同负债增速较高，表明上游积极备产速度加快；部件与分系统存货高速增长，或表明生产链条已向中游开始传递。

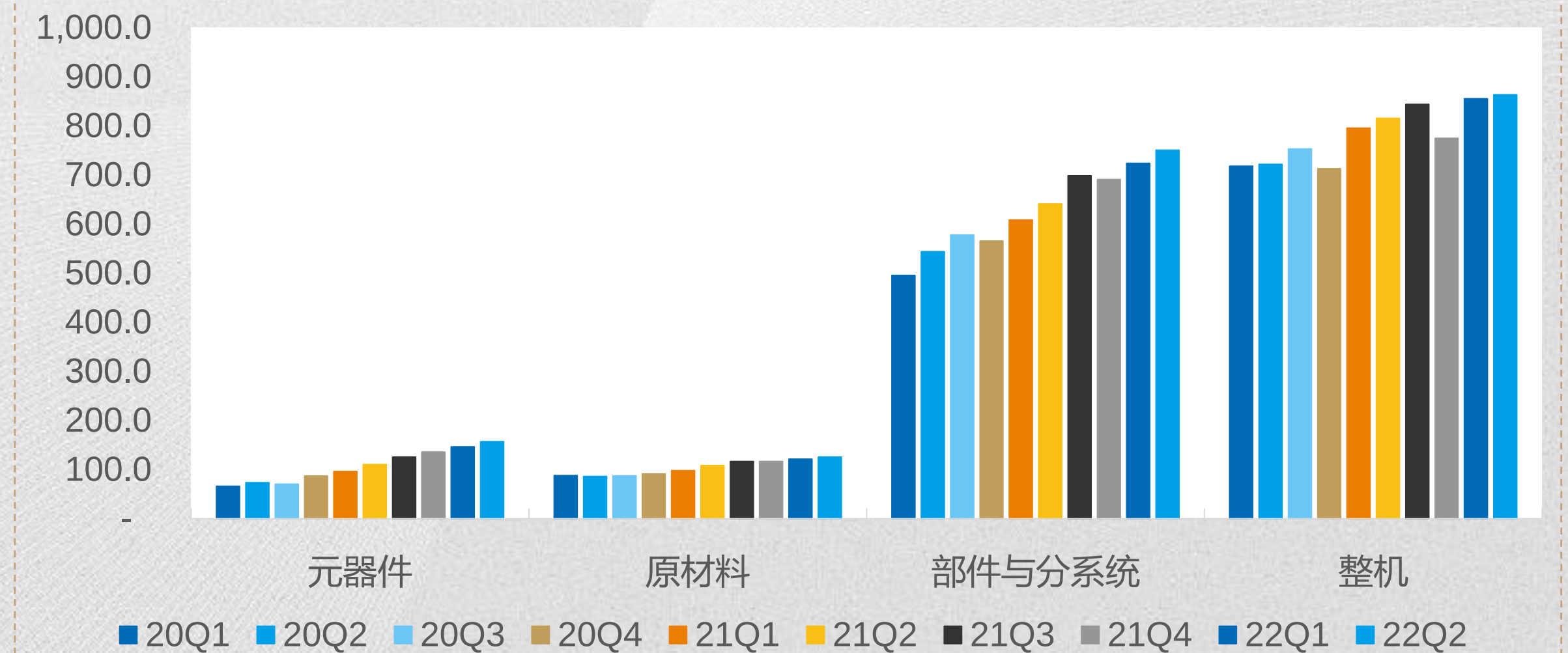
图表：在建工程及同比增速

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	40.03%	36.29%	19.35%	1.83%	-10.74%	-20.03%
原材料	69.97%	35.65%	53.00%	62.57%	64.99%	102.57%
部件与分系统	11.64%	9.95%	10.12%	12.37%	0.16%	-10.40%
整机	16.70%	11.50%	-1.77%	-14.34%	-12.89%	-11.29%



图表：存货及同比增速

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	44.93%	49.87%	78.80%	56.36%	52.32%	42.50%
原材料	11.25%	25.19%	33.29%	27.71%	24.07%	16.18%
部件与分系统	22.76%	17.93%	20.85%	22.10%	18.90%	17.05%
整机	10.82%	13.01%	12.07%	8.66%	7.53%	5.88%

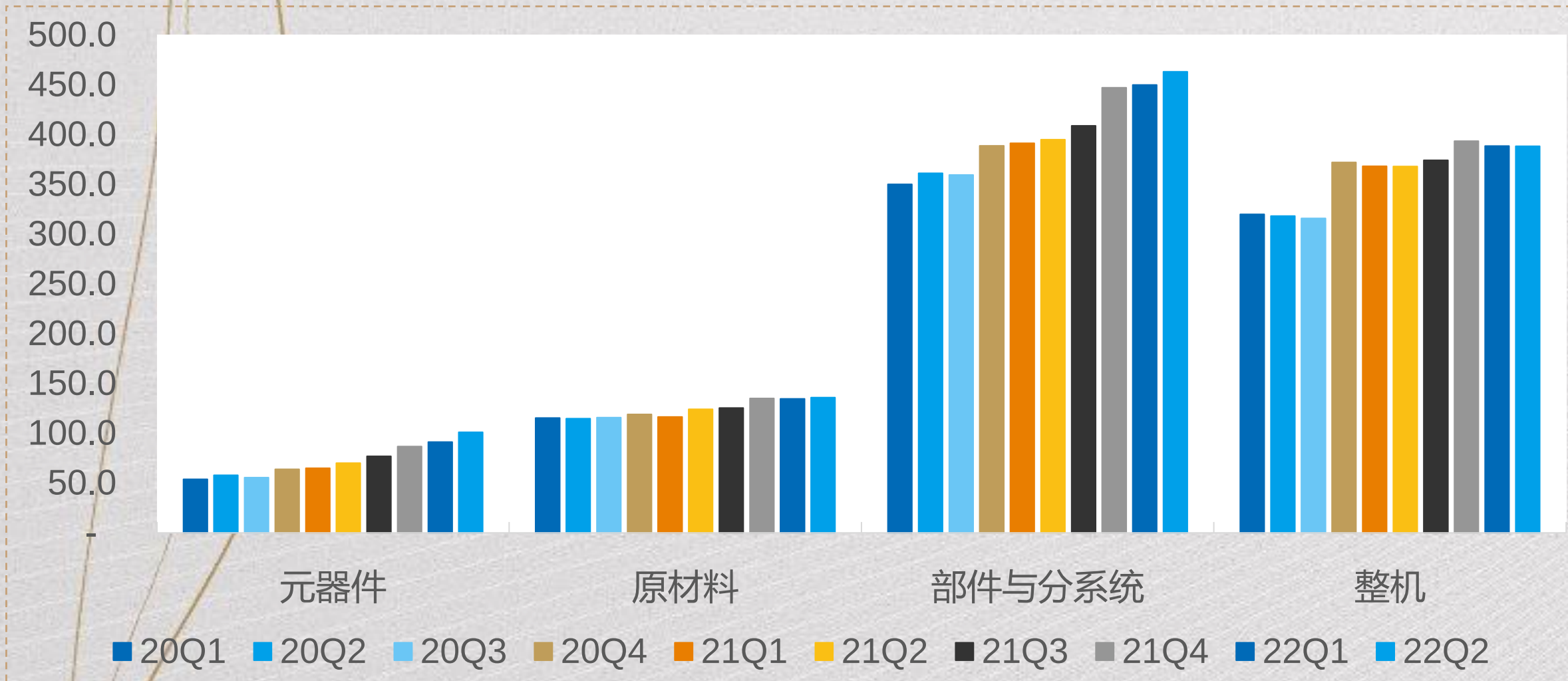


4.2 元器件产能大幅释放，配套效率提升整机交付提速

- **元器件产能释放幅度较大。** 22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机固定资产和所有权资产合计分别为100.9亿、135.8亿、463.0亿、388.2亿，其中元器件环节增速最快，同比增长44.08%，产能释放规模较大。
- **整机环节固定资产周转率提升或表明产能利用率提高。** 22H1元器件、原材料、部件与分系统、整机环节固定资产周转率分别为2.81、1.30、1.53、1.92，其中整机环节固定资产周转率增长较多，较去年同期提升0.24，表明全产业链配套效率提升下、整机交付节奏提速；元器件环节固定资产周转率下降0.36，主要由于固定资产大量增加。

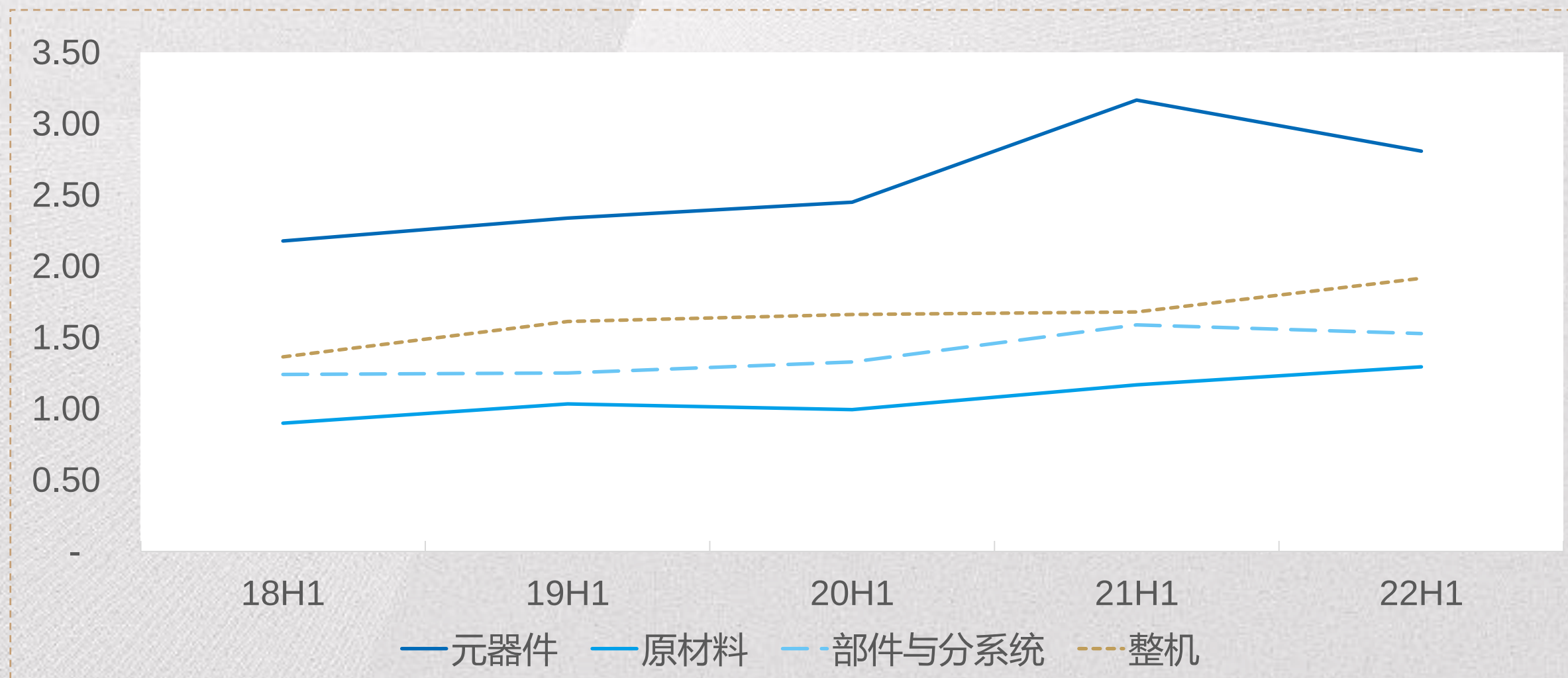
图表：固定资产和所有权资产合计及同比增速

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	20.72%	20.97%	38.62%	35.69%	40.58%	44.08%
原材料	0.97%	8.10%	8.27%	13.48%	15.62%	9.45%
部件与分系统	11.81%	9.31%	13.71%	14.97%	14.92%	17.27%
整机	15.12%	15.65%	18.50%	5.77%	5.55%	5.49%



图表：固定资产率周转及同比变化

	19H1	20H1	21H1	22H1
元器件	0.16	0.11	0.72	-0.36
原材料	0.13	-0.04	0.17	0.13
部件与分系统	0.01	0.08	0.26	-0.06
整机	0.25	0.05	0.02	0.24



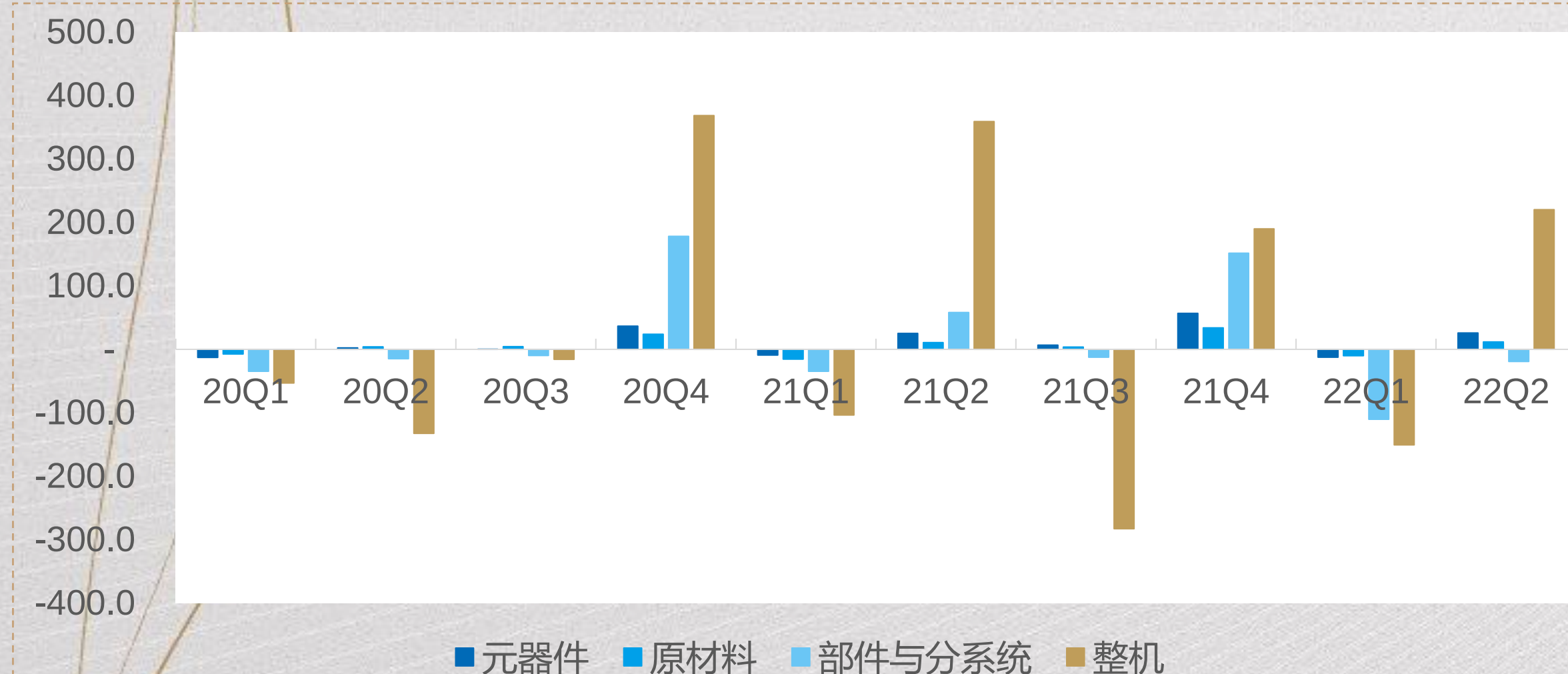
4.3 上游现金情况好转，整机环节现金流同比减少

□ **上游环节现金情况好转。**22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机经营性净现金流分别为26.0亿，11.6亿，-19.3亿，220.3亿，其中原材料和元器件环节经营性净现金流较去年同期增加0.88亿元和0.77亿元，整机环节减少138.84亿元。

□ **整机环节收现比同比下降，原材料环节回款质量提高。**22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机收现比分别为87.78%、82.04%、64.30%、126.58%，其中原材料环节收现比同比提升4.16pct，整机环节同比下降100.58pct，主要由于去年同期军方提前交付大量合同款所致。

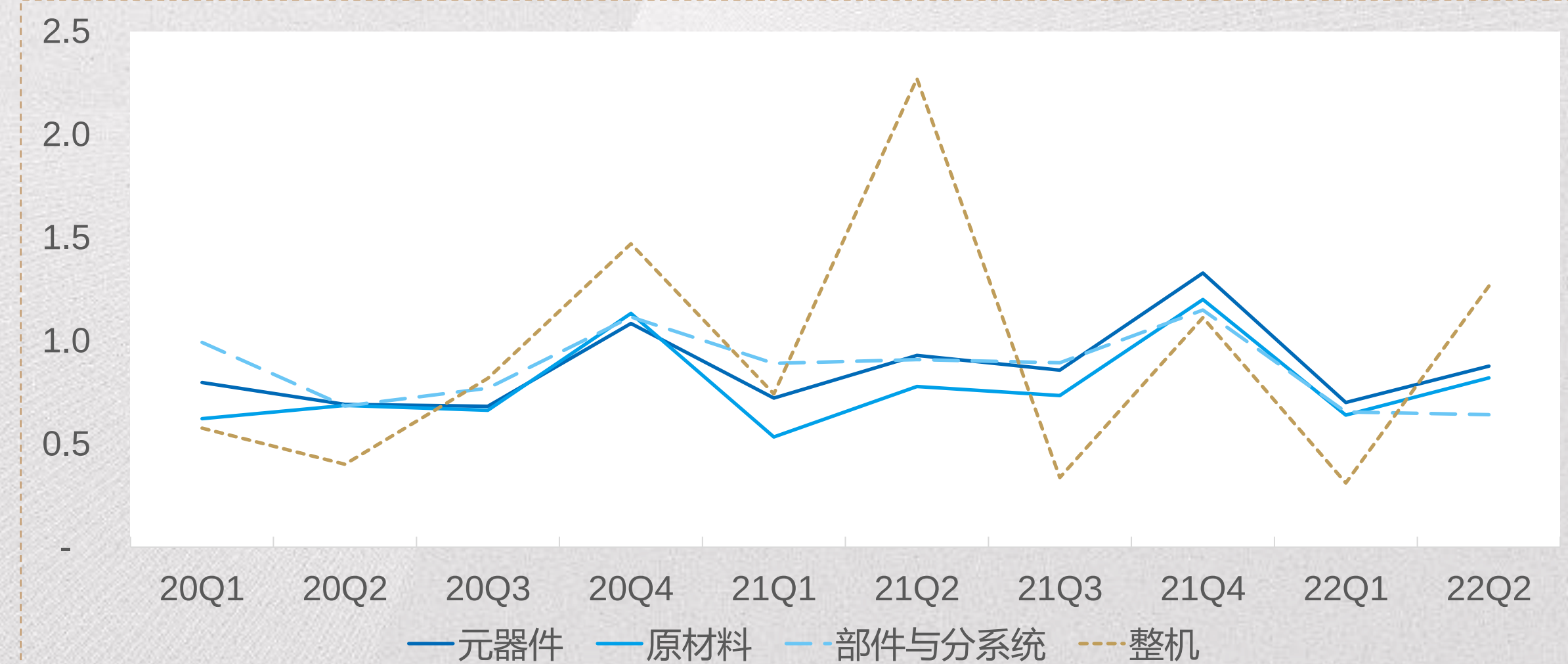
图表：经营性净现金流及同比变化

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	3.62	22.99	6.27	20.25	-3.42	0.77
原材料	-8.02	6.78	-0.88	10.00	5.43	0.88
部件与分系统	-0.22	73.15	-2.61	-26.70	-75.53	-77.54
整机	-50.40	491.55	-266.80	-178.37	-47.14	-138.84



图表：收现比及同比变化

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	-7.58%	23.73%	17.47%	24.47%	-2.06%	-5.18%
原材料	-8.86%	9.17%	7.11%	6.73%	10.58%	4.16%
部件与分系统	-10.18%	22.56%	12.34%	3.41%	-23.50%	-26.69%
整机	16.63%	186.96%	-48.11%	-35.79%	-43.26%	-100.58%

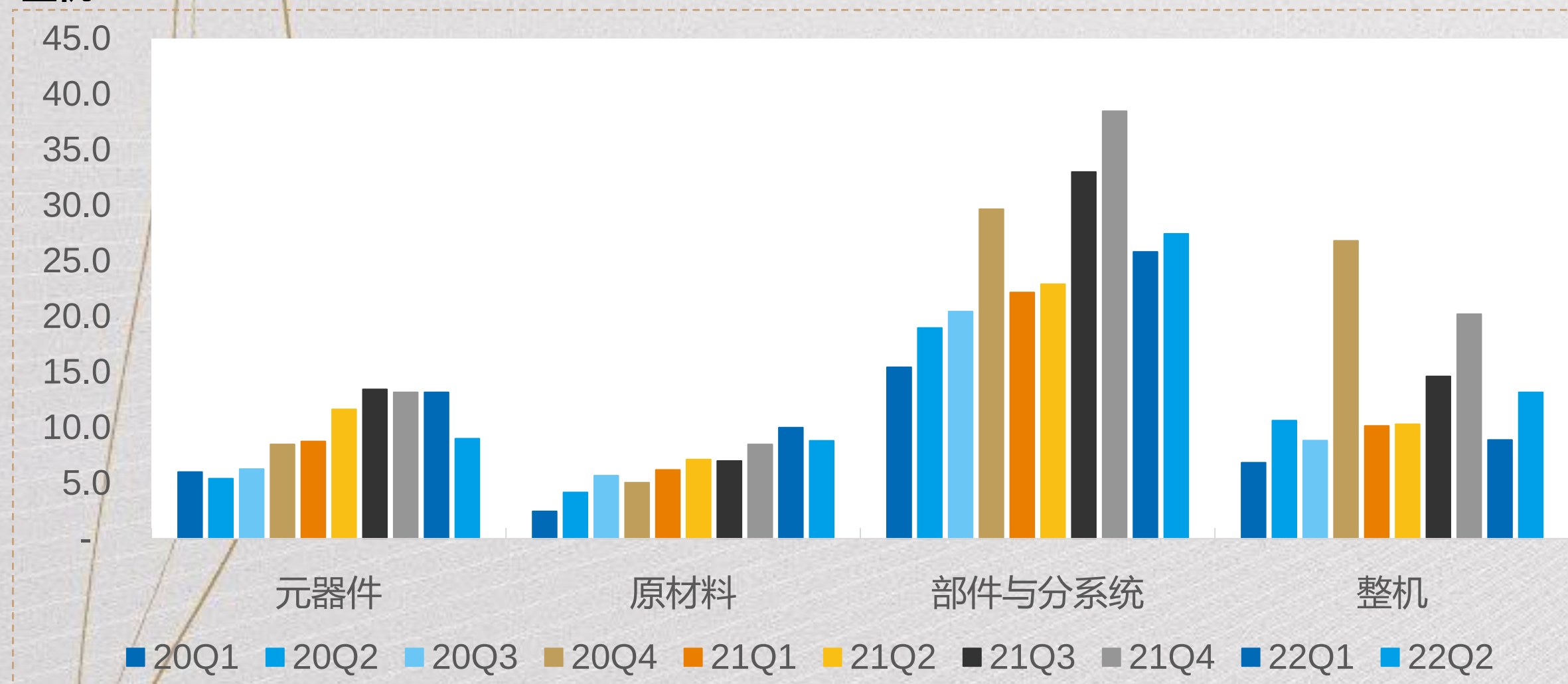


4.3 元器件环节资本支出有所下降，或为阶段性产能补充到位

□ **元器件资本支出下降较多，其余环节仍保持扩张。** 22Q2元器件、原材料、部件与分系统、整机资本性支出分别为9.0亿、8.8亿、27.5亿、13.2亿，其中部件与分系统资本性支出同比增加4.54亿元，元器件同比减少2.63亿元，结合在建工程及固定资产变化，元器件相关企业上一轮扩产周期或已接近尾声，高景气持续下产能扩张到位，未来增长可期。

图表：资本性支出及同比变化

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
元器件	2.76	6.24	7.17	4.68	4.42	-2.63
原材料	3.73	2.96	1.32	3.44	3.79	1.68
部件与分系统	6.71	3.94	12.57	8.82	3.67	4.54
整机	3.32	-0.32	5.76	-6.60	-1.27	2.85



第五章：投资建议与重点个股推荐

- **军工行业景气延续、增长稳健**：优选航空、航天、军工电子信息化高景气赛道，重点关注产业链上游元器件、原材料环节。
- **军工电子信息化**：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，军用元器件高景气持续背景下有望充分受益；【国博电子】T/R组件平台龙头，产品谱系齐全，受益于新型武器装备列装和有源相控阵雷达的发展。
- **航空装备产业链**：重点推荐【中航重机】航空结构件平台龙头，将充分受益于航空主力机型的批产放量。

图表：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	39.0	24.0	18.3	14.0
国博电子	1.023	1.330	1.834	2.452	98.1	75.5	54.7	40.9
中航重机	0.847	0.890	1.261	1.736	34.8	33.1	23.4	17.0

风险提示

- 装备列装进度不及预期。
- 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。

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。