

### 方正证券研究所证券研究报告

### 行业深度报告

行业研究

国防军工行业

2022.05.04/推荐

分析师： 鲍学博  
登记编号： S1220521040001  
联系人： 马强

#### 重要数据：

上市公司总家数	92
总股本(亿股)	955.64
销售收入(亿元)	940.40
利润总额(亿元)	66.21
行业平均 PE	293.22
平均股价(元)	27.81

#### 行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

#### 相关研究

《盟升电子：卫星导航业务较快增长，股权激励考核指标彰显信心》2022.05.02  
《航宇科技：2022Q1 业绩保持较高增速，股权激励推动长远发展》2022.04.29  
《钢研高纳：2021 年业绩较快增长，业务拓展提供成长新引擎》2022.04.27  
《北摩高科：2022 年业绩开门红，系统级产品和民品市场拓展打开成长天花板》2022.04.26

2021 年，军工板块上市公司业绩保持较快增长。从我们跟踪的 101 只军工标的来看，2021 年共实现营收 5401.86 亿元，同比增长 14.18%，共实现归母净利润 370.38 亿元，同比增长 27.68%。分板块看，材料板块和国防信息化板块业绩增速领先，营收增速分别为 28.36%和 21.58%，归母净利润增速分别为 47.80%和 39.44%。分产业链看，上游业绩保持高增速，营收和归母净利润增速分别达 28.24%和 56.31%；中游业绩增长明显加速，营收和归母净利润增速分别达 20.24%和 35.07%，分别较 2020 年增速提高 11.92pcts 和 28.29pcts。

前瞻性指标反映生产需求旺盛，部分细分领域景气度延续。2021 年年末，101 只军工标的合计合同负债金额 1983.17 亿元，同比增长 54.15%，军工订单持续旺盛；合计存货 2593.39 亿元，同比增长 13.22%，存货处于高位且保持一定增速反映军工企业生产旺盛。中航重机、中航电子、中航机电、航发控制等航空细分领域标的 2022 年日常关联交易预计值保持 30%及以上的增速，景气度延续。

2022Q1，去年高基数下整体业绩同比增速回落，材料、航空和国防信息化板块保持较好增长。2022Q1，101 只军工标的共实现营收 1102.63 亿元，同比增长 13.34%，归母净利润 81.77 亿元，同比增长 14.63%。分板块看，材料、航空和国防信息化板块保持较好增长，营收增速分别为 36.64%、16.65%和 13.90%，归母净利润增速分别为 44.59%、27.28%和 21.44%。

今年以来，军工板块有较大幅度回调，估值处于历史低位。年初至 4 月 30 日，中证军工指数下跌 32.53%。当前，军工板块 PE-TTM 估值为 49.38 倍，处于历史低位，自 2014 年 1 月 1 日起，仅 5.28%的时间军工板块 PE-TTM 估值低于当前水平。

我们认为，在建军百年奋斗目标牵引下，军工行业有望迎来中长期景气。2021 年和 2022Q1，材料和国防信息化等细分板块业绩保持较快增长，在公司业绩快速增长和股价较大幅度回调下，部分军工标的投资价值凸显。我们看好军工板块未来表现，建议重点关注以下两条主线：

- 1) 航空航天产业链：航发动力、中航沈飞、航天彩虹、钢研高纳、中航机电、中航电子、中航重机、中航高科、菲利华、北摩高科、图南股份、抚顺特钢；
- 2) 国防信息化：高德红外、鸿远电子、盟升电子、振华科技、紫光国微、国睿科技、航天宏图、航天电器。

**风险提示：**军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟；军品批量生产后价格降幅超出市场预期等。

## 目录

1	军工行业 2021 年年报分析：业绩保持较快增长.....	5
1.1	业绩表现.....	5
1.1.1	整体情况：营收、利润保持较快增长.....	5
1.1.2	分板块：国防信息化和材料板块增速领先.....	6
1.1.3	分产业链：上游业绩保持高增速，中游业绩增长明显加速.....	9
1.2	前瞻性指标.....	11
1.2.1	航空/航发细分领域日常关联交易预计值保持较快增长，景气延续.....	11
1.2.2	合同负债保持较快增长反映订单持续旺盛.....	12
1.2.3	存货处于高位且保持一定增速反映军工企业生产旺盛.....	13
2	军工行业 2022 年一季报分析：材料板块及产业链上游业绩增速领先.....	14
2.1	业绩表现.....	14
2.1.1	整体情况：去年高基数下 2022Q1 业绩同比增速回落.....	14
2.1.2	分板块：材料板块增速领先.....	15
2.1.3	分产业链：上游营收利润增速领先.....	15
2.2	前瞻性指标.....	17
2.2.1	2022Q1 合同负债维持高位，军品订单持续旺盛.....	17
2.2.2	存货保持稳定增长.....	18
3	涨幅与估值：年初以来板块回调幅度较大，业绩保持较快增长下投资价值凸显.....	19
4	投资建议：细分领域景气度延续，重点关注两条主线.....	21
5	风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1:	101 只军工标的合计营收 .....	5
图表 2:	101 只军工标的合计归母净利润 .....	5
图表 3:	101 只军工标的毛利及毛利率 .....	5
图表 4:	101 只军工标的四费率 .....	6
图表 5:	101 只军工标的经营性现金流 .....	6
图表 6:	航空板块营收 .....	7
图表 7:	航空板块归母净利润 .....	7
图表 8:	航天板块营收 .....	7
图表 9:	航天板块归母净利润 .....	7
图表 10:	国防信息化板块营收 .....	7
图表 11:	国防信息化板块归母净利润 .....	7
图表 12:	船舶板块营收 .....	8
图表 13:	船舶板块归母净利润 .....	8
图表 14:	地面兵装板块营收 .....	8
图表 15:	地面兵装板块归母净利润 .....	8
图表 16:	材料板块营收 .....	8
图表 17:	材料板块归母净利润 .....	8
图表 18:	产业链上游营收 .....	9
图表 19:	产业链上游归母净利润 .....	9
图表 20:	产业链上游毛利率、费率和净现比 .....	9
图表 21:	产业链中游营收 .....	10
图表 22:	产业链中游归母净利润 .....	10
图表 23:	产业链中游毛利率、费率和净现比 .....	10
图表 24:	产业链下游营收 .....	10
图表 25:	产业链下游归母净利润 .....	10
图表 26:	产业链下游毛利率、费率和净现比 .....	11
图表 27:	军工央企 2021 年和 2022 年日常关联交易预计值同比增速 .....	11
图表 28:	101 只军工标的合同负债变化 .....	12
图表 29:	分板块合同负债及增速 .....	12
图表 30:	产业链下游合同负债变化 .....	13
图表 31:	部分主机厂合同负债变化 .....	13
图表 32:	101 只军工标的存货变化 .....	14
图表 33:	101 只军工标的一季度营收 .....	14
图表 34:	101 只军工标的一季度归母净利润 .....	14
图表 35:	101 只军工标的分季度营收 .....	15
图表 36:	101 只军工标的分季度归母净利润 .....	15
图表 37:	2022Q1 军工各板块营收、归母净利润及同比增速 .....	15
图表 38:	产业链上游一季度营收 .....	16
图表 39:	产业链上游一季度归母净利润 .....	16
图表 40:	产业链上游分季度营收 .....	16
图表 41:	产业链上游分季度归母净利润 .....	16
图表 42:	中航光电分季度营收 .....	16
图表 43:	振华科技分季度营收 .....	16
图表 44:	产业链中游一季度营收 .....	17
图表 45:	产业链中游一季度归母净利润 .....	17
图表 46:	产业链下游一季度营收 .....	17
图表 47:	产业链下游一季度归母净利润 .....	17

图表 48:	101 只军工标的一季度末合同负债变化.....	18
图表 49:	部分主机厂一季度末合同负债及其变化.....	18
图表 50:	101 只军工标的一季度末存货变化 .....	18
图表 51:	今年以来各板块涨幅（截止 2022 年 4 月 30 日） .....	19
图表 52:	军工板块 PE-TTM 估值.....	19
图表 53:	军工板块 PB 估值 .....	19
图表 54:	部分军工标的股价涨幅及估值（截止 2022 年 4 月 30 日） .....	20
图表 55:	部分军工标的 PE-TTM 估值及分位 .....	20

## 1 军工行业 2021 年年报分析：业绩保持较快增长

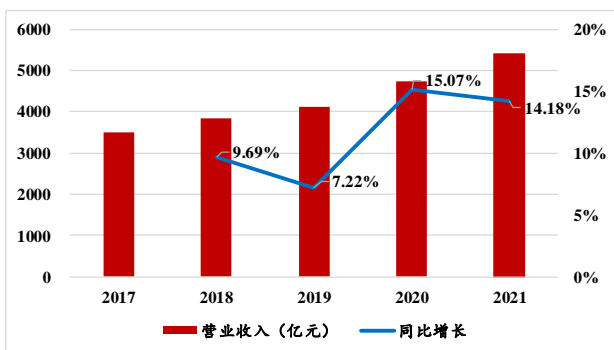
### 1.1 业绩表现

#### 1.1.1 整体情况：营收、利润保持较快增长

我们跟踪了 106 只军工标的。其中，中船防务 2020 年处置广船国际部分股权确认投资收益 33.90 亿元；海特高新 2021 年原子公司华芯科技引入投资者股权被动稀释，产生投资收益及其他投资收益 8.98 亿元；盛路通信 2021 年剥离合正电子，产生的应收款项出现逾期，公司计提该款项信用减值损失约 2.9 亿元；红相股份和亚光科技 2021 年分别计提商誉减值 6.71 亿元和 6.66 亿元。以上变动影响数据反映军工板块上市公司 2021 年经营情况。

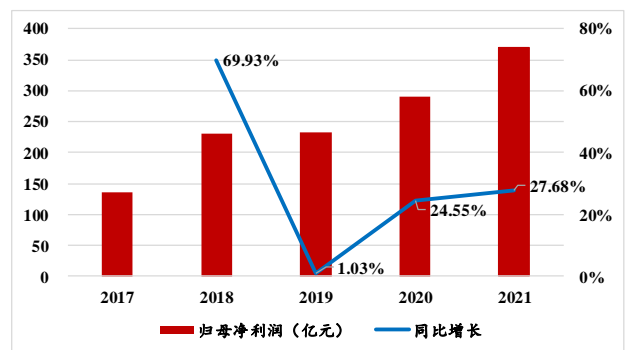
剔除中船防务、海特高新、盛路通信、红相股份和亚光科技 5 个标的的影响后，从 101 只军工标的的整体情况来看，2021 年共实现营业收入 5401.86 亿元，同比增长 14.18%，共实现归母净利润 370.38 亿元，同比增长 27.68%，营收和归母净利润均保持较快增速。

图表1： 101 只军工标的合计营收



资料来源：wind，方正证券研究所

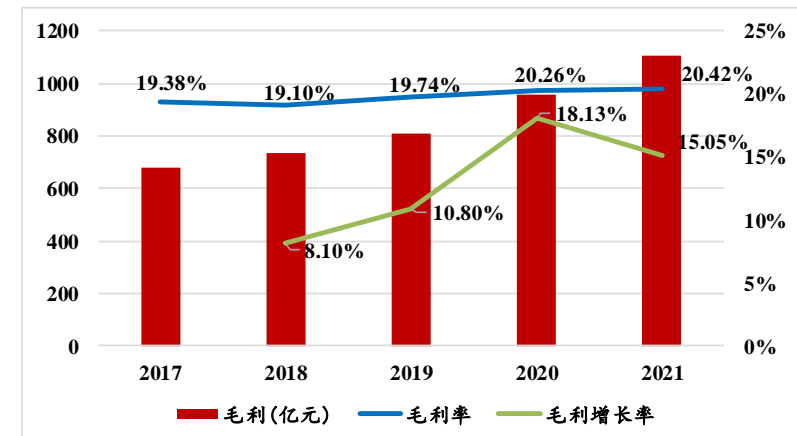
图表2： 101 只军工标的合计归母净利润



资料来源：wind，方正证券研究所

毛利率方面，军工板块整体毛利保持较快增长，2021 年同比增长 15.05% 达 1103.02 亿元，整体毛利率达 20.42%，基本保持稳定。

图表3： 101 只军工标的毛利及毛利率

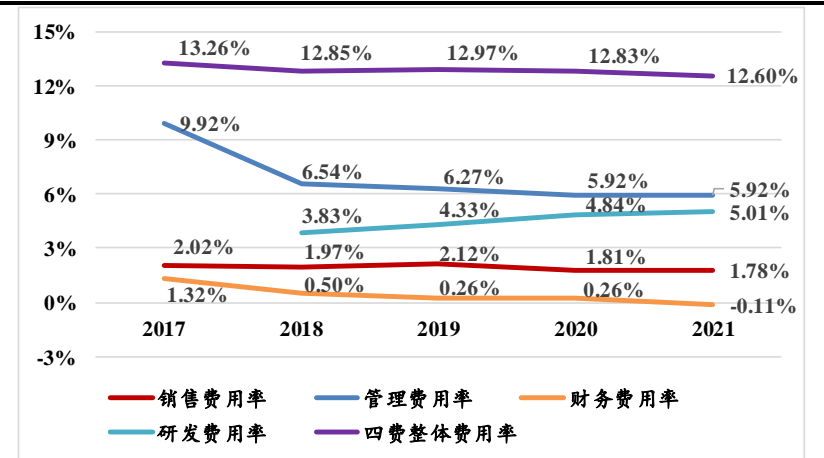


资料来源：wind，方正证券研究所

费率方面，四费率近 5 年基本保持稳定，2021 年为 12.60%，同比降低 0.22pcts。其中，研发费用率 5.01%，同比提升 0.17pcts，财务费

用率-0.11%，同比降低 0.37pcts。费用率变化体现军工企业不断加大研发投入力度的同时整体费用率控制良好。

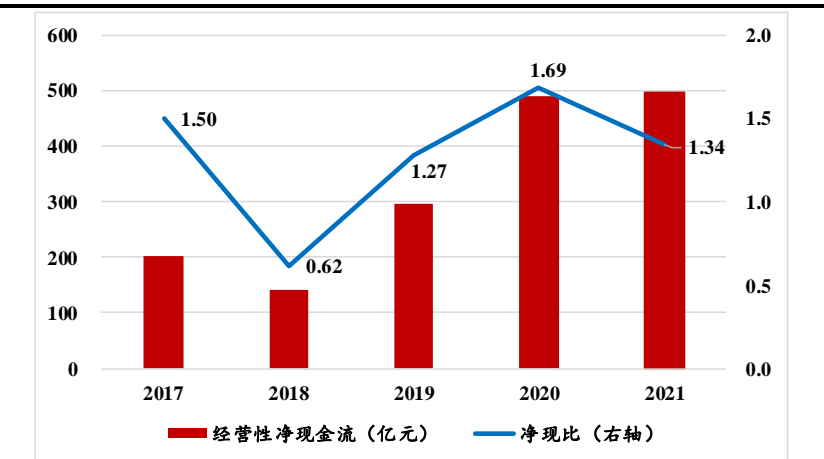
图表4： 101 只军工标的四费费率



资料来源：wind，方正证券研究所

经营性净现金流方面，2021 年军工板块上市公司经营性净现金流为 496.35 亿元，同比增长 1.40%，净现比达 1.34，军工板块上市公司保持较好的回款能力。

图表5： 101 只军工标的的经营性现金流

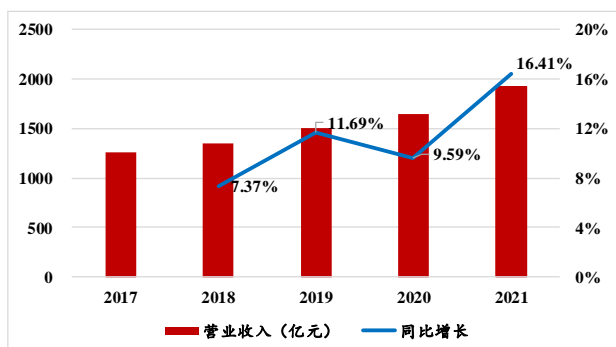


资料来源：wind，方正证券研究所

### 1.1.2 分板块：国防信息化和材料板块增速领先

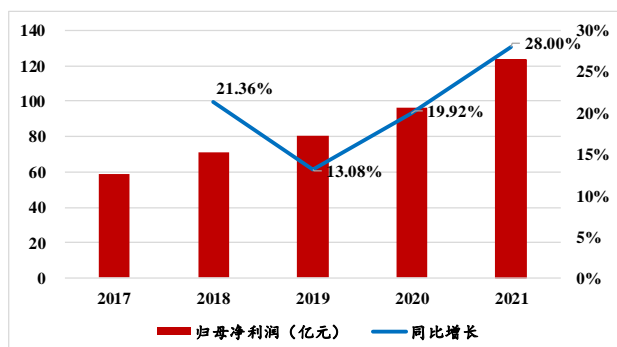
**航空板块** 20 家上市公司共实现营业收入 1922.68 亿元，同比增长 16.41%，实现归母净利润 123.20 亿元，同比增长 28.00%。其中，中航光电（归母净利润同比增长 5.52 亿元）、中航重机（归母净利润同比增长 5.47 亿元）贡献了利润的主要增量。整体毛利率为 17.05%，基本保持稳定，四费费率从 2017 年的 11.95% 逐步降至 2021 年的 9.33%，费用控制效果较好。

图表6： 航空板块营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

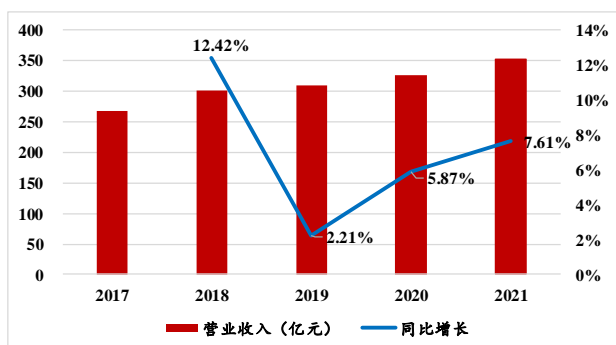
图表7： 航空板块归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

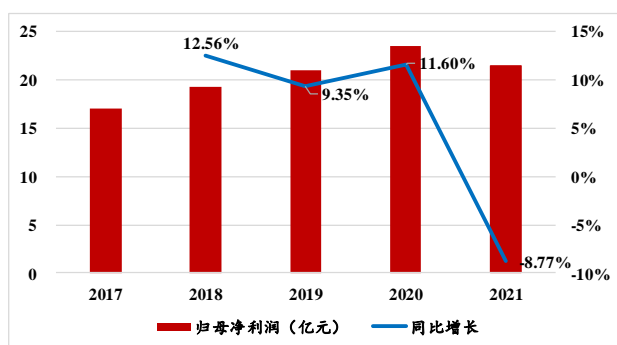
航天板块 5 家上市公司共实现营业收入 351.44 亿元, 同比增长 7.61%, 实现归母净利润 21.41 亿元, 同比下滑 8.77%。其中, 航天发展 (归母净利润同比下滑 1.64 亿元)、中国卫星 (归母净利润同比下滑 1.20 亿元) 是航天板块利润下滑的主要因素。整体毛利率为 22.37%, 基本保持稳定, 四费费率从 2017 年的 12.09% 逐步上升至 2020 年的 15.35%, 主要由研发费用率的上升引起, 管理费用率基本保持稳定。

图表8： 航天板块营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

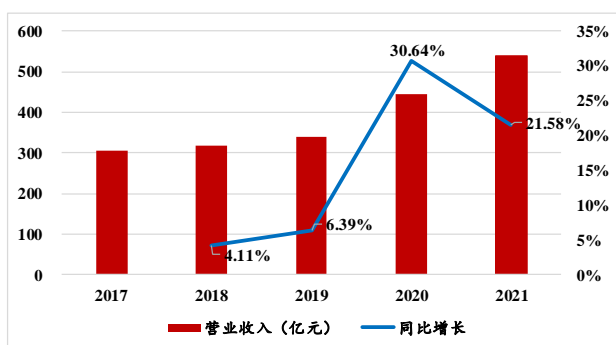
图表9： 航天板块归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

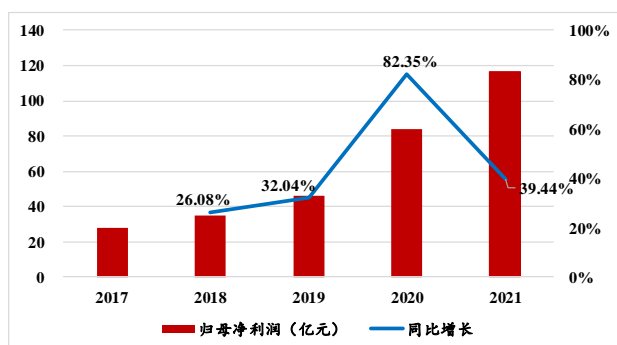
国防信息化板块 25 家上市公司共实现营业收入 538.97 亿元, 同比增长 21.58%, 实现归母净利润 116.68 亿元, 同比增长 39.44%。其中, 紫光国微 (归母净利润同比增长 11.47 亿元)、振华科技 (归母净利润同比增长 8.85 亿元) 贡献了利润的主要增量。整体毛利率为 47.72%, 同比提升 2.95pcts, 四费费率为 23.13%, 同比提高 1.02pcts。

图表10： 国防信息化板块营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表11： 国防信息化板块归母净利润



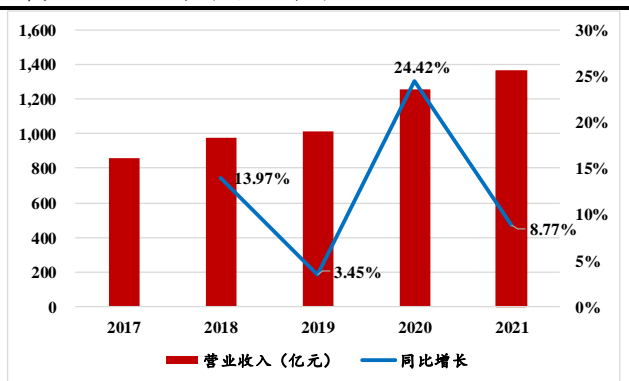
资料来源: wind, 方正证券研究所

船舶板块 7 家上市公司共实现营业收入 1366.73 亿元, 同比增长



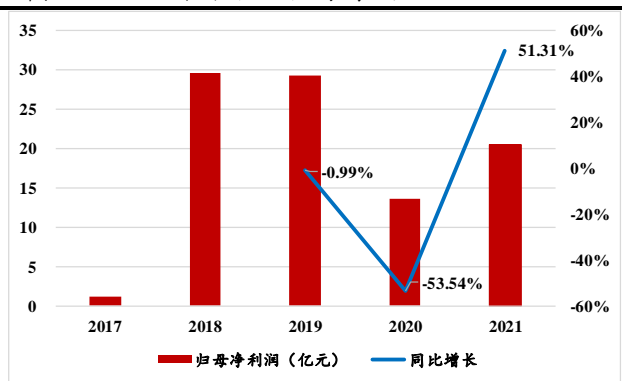
8.77%，实现归母净利润 20.55 亿元，同比增长 51.31%。整体毛利率为 11.25%，同比降低 1.01pcts，四费率 10.09%，同比降低 0.72pcts。

图表12: 船舶板块营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

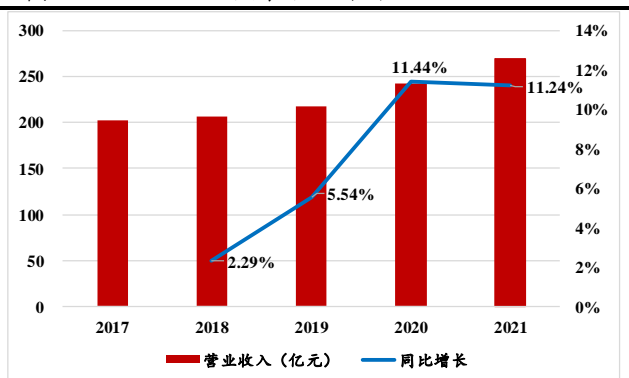
图表13: 船舶板块归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

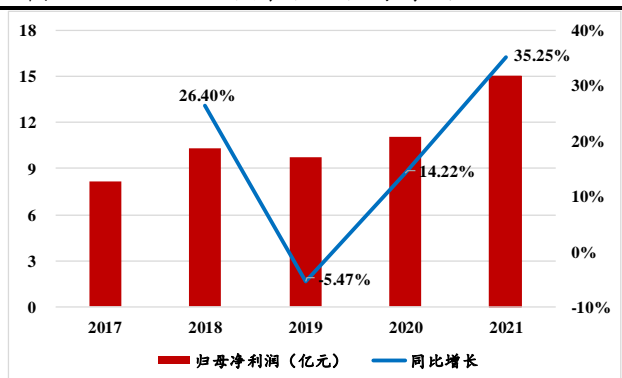
地面兵装板块 4 家上市公司共实现营业收入 270.18 亿元，同比增长 11.24%，实现归母净利润 15.02 亿元，同比增长 35.25%。其中，中兵红箭（归母净利润同比增长 2.11 亿元）贡献了利润的主要增量。整体毛利率为 15.61%，同比提升 1.18pcts，四费率从 2017 年的 10.69% 降至 2021 年的 8.96%，费用控制效果较好。

图表14: 地面兵装板块营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

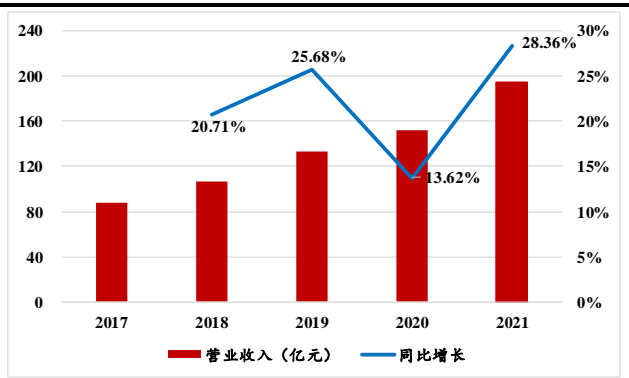
图表15: 地面兵装板块归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

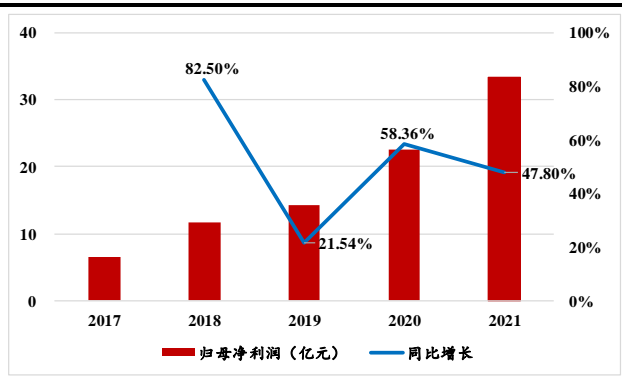
材料板块 10 家上市公司共实现营业收入 194.59 亿元，同比增长 28.36%，实现归母净利润 33.42 亿元，同比增长 47.80%。其中，西部超导（归母净利润同比增长 3.71 亿元）、宝钛股份（归母净利润同比增长 1.98 亿元）贡献了利润的主要增量。整体毛利率为 32.07%，基本保持稳定，四费率 13.25%，同比降低 2.52pcts，费用控制较好。

图表16: 材料板块营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表17: 材料板块归母净利润



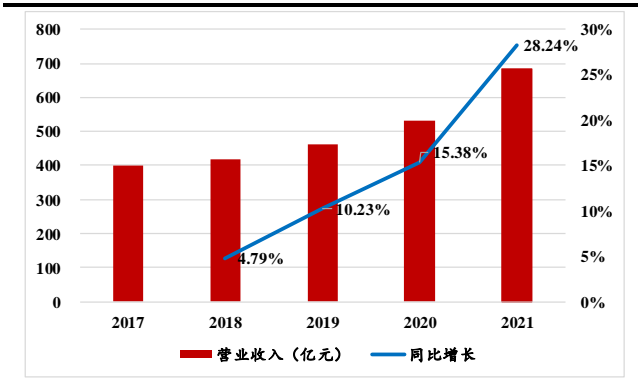
资料来源: wind, 方正证券研究所



### 1.1.3 分产业链：上游业绩保持高增速，中游业绩增长明显加速

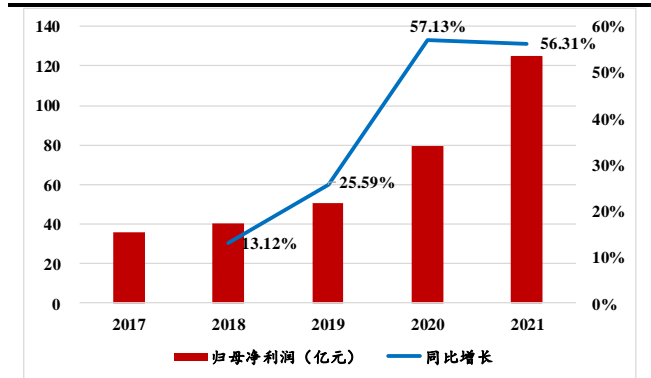
产业链上游包括电子元器件、材料等 18 只核心标的，2021 年共实现营业收入 684.46 亿元，同比增长 28.24%，实现归母净利润 124.68 亿元，同比增长 56.31%，利润保持高增速。整体毛利率为 39.47%，同比提升 2.41pcts，较 2017 年毛利率 26.41% 提升 13.06pcts，四费费率为 18.85%，基本保持稳定，净现比为 0.78。

图表18： 产业链上游营收



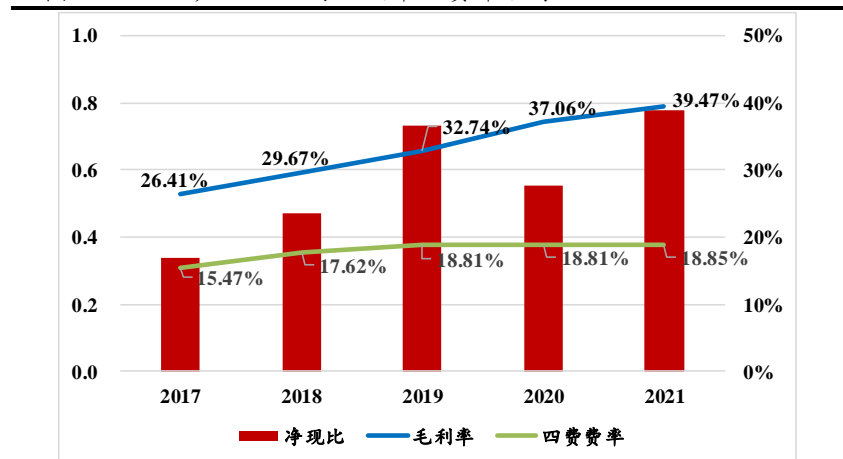
资料来源：wind，方正证券研究所

图表19： 产业链上游归母净利润



资料来源：wind，方正证券研究所

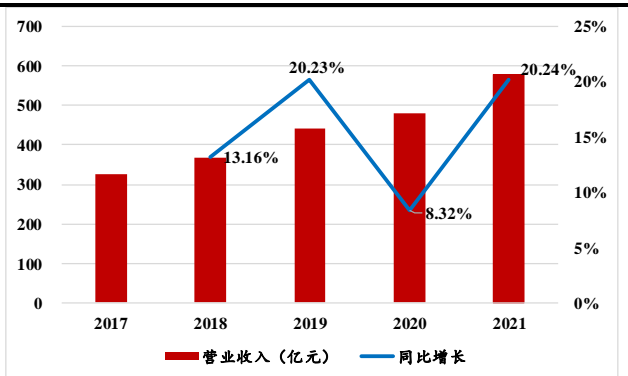
图表20： 产业链上游毛利率、费率和净现比



资料来源：wind，方正证券研究所

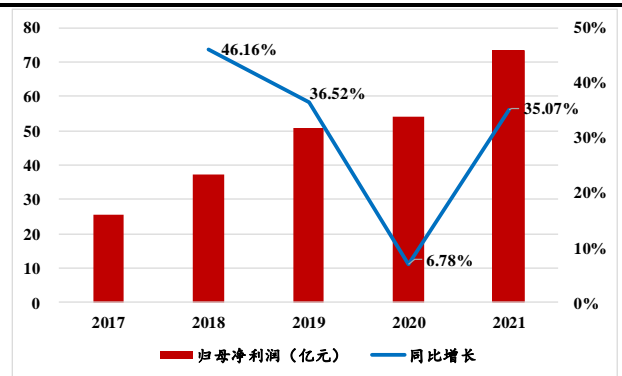
产业链中游包括部组件、分系统等 22 只核心标的，2021 年共实现营业收入 576.47 亿元，同比增长 20.24%，实现归母净利润 73.19 亿元，同比增长 35.07%。整体毛利率为 31.85%，基本保持稳定，四费费率为 16.31%，同比降低 2.02pcts，净现比提升至 1.73。

图表21: 产业链中游营收



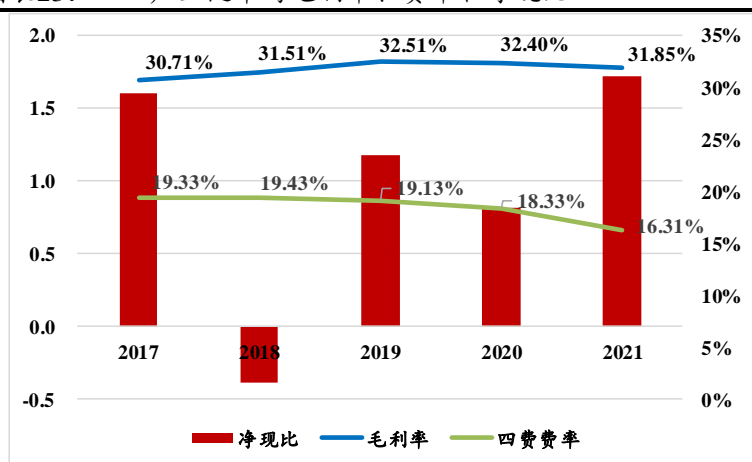
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表22: 产业链中游归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

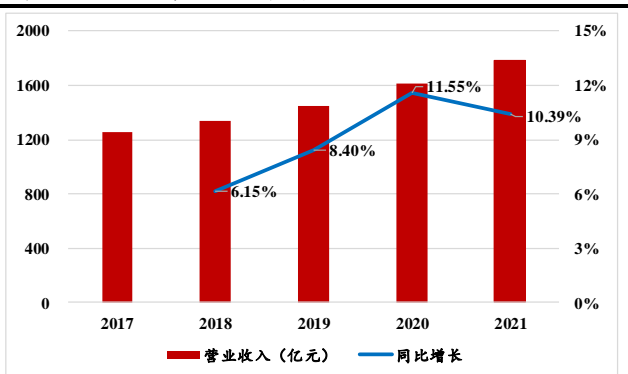
图表23: 产业链中游毛利率、费率和净现比



资料来源: wind, 方正证券研究所

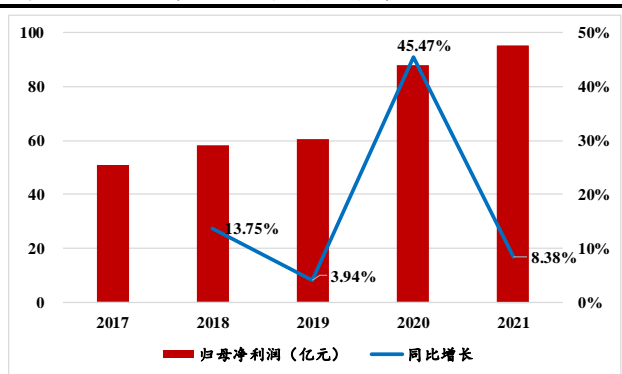
产业链下游主要为飞机、发动机、雷达整机厂等 17 只核心标的, 2021 年共实现营业收入 1783.10 亿元, 同比增长 10.39%, 实现归母净利润 95.21 亿元, 同比增长 8.38%。整体毛利率为 14.04%, 基本保持稳定, 四费费率为 8.09%, 基本保持稳定, 净现比为 1.91。

图表24: 产业链下游营收



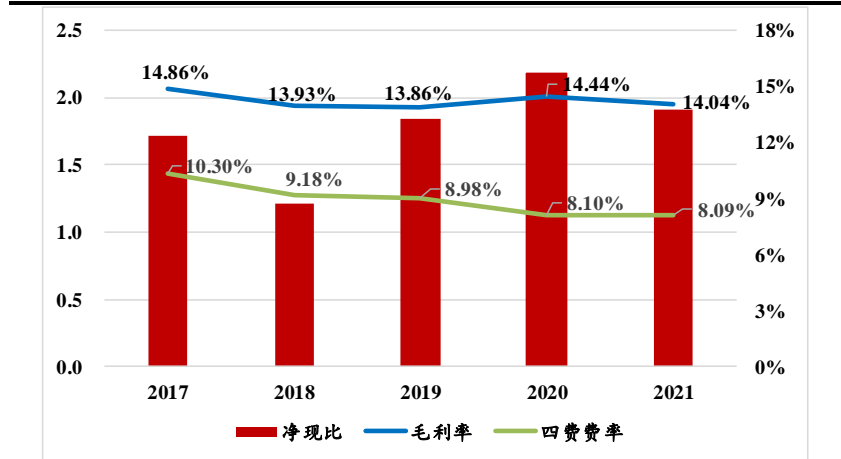
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表25: 产业链下游归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表26: 产业链下游毛利率、费率和净现比



资料来源: wind, 方正证券研究所

## 1.2 前瞻性指标

### 1.2.1 航空/航发细分领域日常关联交易预计值保持较快增长, 景气延续

军工央企上市公司日常关联交易预计值同比增速可以较好地反映公司对当年经营情况的预判。2021年, 军工央企上市公司日常关联交易预计值同比高速增长, 反映了行业进入高景气。目前, 军工央企上市公司已发布2022年日常关联交易预计情况。

图表27: 军工央企2021年和2022年日常关联交易预计值同比增速

军工集团	上市公司	2021年日常关联交易同比增速	2022年日常关联交易同比增速
航空工业集团	中航沈飞	41.65%	20.16%
	中航西飞	1.98%	12.16%
	中航重机	30.43%	33.33%
	中航电测	25.00%	20.00%
	中直股份	18.94%	-22.12%
	中航机电	42.86%	30.00%
	中航电子	33.33%	33.33%
	中航高科	35.04%	8.57%
	中航光电	32.93%	18.88%
航发集团	航发动力	49.11%	18.92%
	航发控制	33.60%	30.30%
航天科工集团	航天电器	73.03%	10.34%
航天科技集团	中国卫星	-3.03%	0.00%
	航天电子	0.00%	0.00%
电科集团	国睿科技	21.46%	-11.98%
中船集团	中国海防	22.22%	0.00%
	中国动力	0.00%	-53.89%
兵器工业集团	内蒙一机	12.20%	1.45%

资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

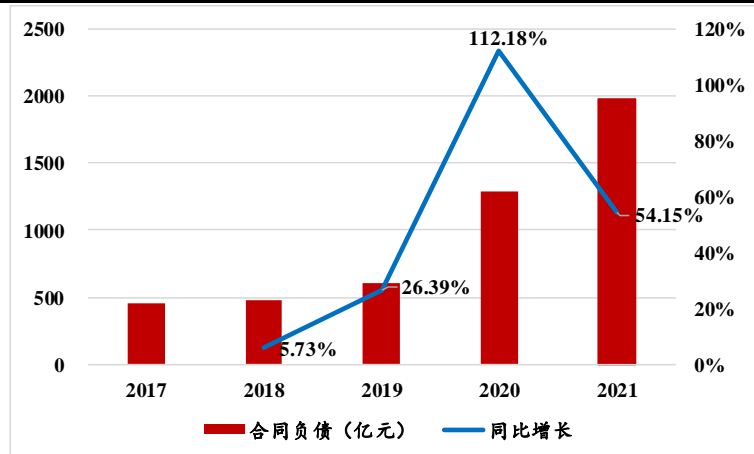
航空工业集团上市公司包括中航重机、中航电子、中航机电等企业2022年日常关联交易预计值同比增速在30%及以上, 保持较快增长; 航发集团上市公司航发控制日常关联交易预计值也保持较快的同比

增速，达 30.30%。日常关联交易预计值同比增速反映了航空/航发细分领域高景气的延续。

### 1.2.2 合同负债保持较快增长反映订单持续旺盛

2021 年年末，101 只军工标的合计合同负债金额 1983.17 亿元，同比增长 54.15%，保持较快增速，反映军工订单持续旺盛。

图表28： 101 只军工标的合同负债变化



资料来源：wind，方正证券研究所

各板块中，航空板块和船舶板块合同负债金额最高。航空板块合同负债金额达 823.26 亿元，同比大幅增长 242.90%。航天板块和国防信息化板块合同负债也保持较快的同比增速，分别为 64.57%和 43.90%。船舶板块合同负债金额在去年同期同比增长 243.90%达 786.98 亿元的基础上，增长 9.32%达 860.35 亿元。地面兵装板块合同负债金额同比增长 1.59%达 131.44 亿元。材料板块合同负债金额较低，主要由于材料板块企业配套层级较低，较难获得大额预付款。

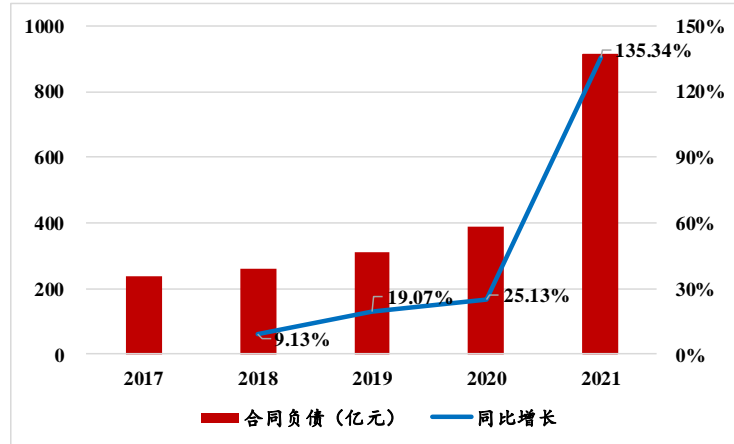
图表29： 分板块合同负债及增速

分板块合同负债		2017	2018	2019	2020	2021
航空板块	合同负债 (亿元)	201.46	191.73	205.70	240.09	823.26
	同比增长		-4.83%	7.29%	16.72%	242.90%
航天板块	合同负债 (亿元)	17.91	18.08	20.25	27.41	45.11
	同比增长		0.96%	12.02%	35.33%	64.57%
国防信息化板块	合同负债 (亿元)	15.32	21.33	20.96	36.41	52.39
	同比增长		39.23%	-1.76%	73.74%	43.90%
船舶板块	合同负债 (亿元)	158.42	160.43	228.84	786.98	860.35
	同比增长		1.27%	42.64%	243.90%	9.32%
地面兵装板块	合同负债 (亿元)	36.47	63.68	99.80	129.39	131.44
	同比增长		74.60%	56.70%	29.65%	1.59%
材料板块	合同负债 (亿元)	2.39	2.49	5.31	5.67	9.18
	同比增长		4.11%	113.14%	6.75%	61.95%

资料来源：wind，方正证券研究所

2021 年年末，产业链下游合计合同负债 911.27 亿元，同比增长 135.34%，其中中航沈飞、航发动力、洪都航空等标的贡献了主要增量。产业链下游主机厂合同负债大幅增长说明军方订单充足，为业绩增长奠定基础。

图表30: 产业链下游合同负债变化



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表31: 部分主机厂合同负债变化

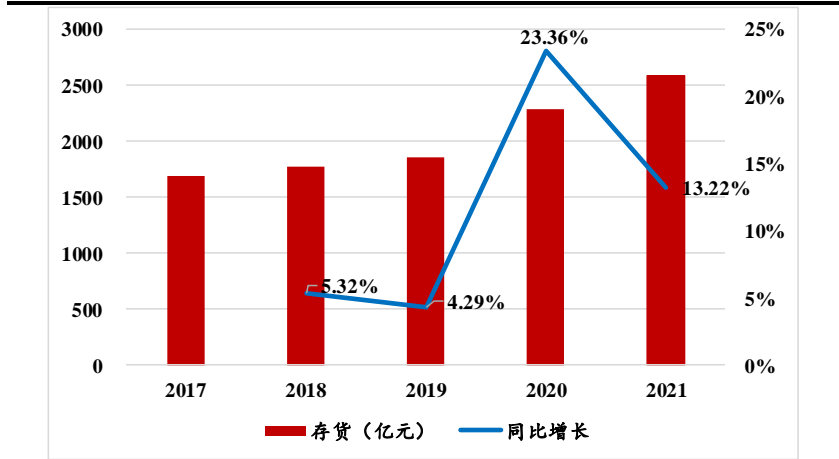
上市公司	类别	2017	2018	2019	2020	2021
中航沈飞	金额 (亿元)	110.69	94.92	71.55	47.30	365.35
	同比增长		-14.25%	-24.61%	-33.90%	672.49%
航发动力	金额 (亿元)	15.98	15.72	28.47	28.05	217.52
	同比增长		-1.58%	81.07%	-1.46%	675.34%
洪都航空	金额 (亿元)	0.65	0.79	0.15	0.17	68.48
	同比增长		21.45%	-81.35%	18.73%	39148.24%
中航西飞	金额 (亿元)	7.28	8.64	35.14	97.01	65.88
	同比增长		18.81%	306.56%	176.04%	-32.09%
中直股份	金额 (亿元)	47.30	58.00	59.94	51.88	23.38
	同比增长		22.63%	3.34%	-13.45%	-54.93%
七一二	金额 (亿元)	3.76	6.40	6.80	11.63	12.76
	同比增长		70.11%	6.35%	70.94%	9.71%
内蒙一机	金额 (亿元)	33.10	59.44	90.39	125.53	120.06
	同比增长		79.58%	52.05%	38.89%	-4.36%

资料来源: wind, 方正证券研究所

### 1.2.3 存货处于高位且保持一定增速反映军工企业生产旺盛

101 只军工标的 2021 年年底存货为 2593.39 亿元, 同比增长 13.22%, 存货增长主要企业为中航西飞 (+47.36 亿元)、航天电子 (+25.58 亿元)、中航光电 (+19.38 亿元) 和航发动力 (+17.71 亿元) 等。

图表32: 101 只军工标的存货变化



资料来源: wind, 方正证券研究所

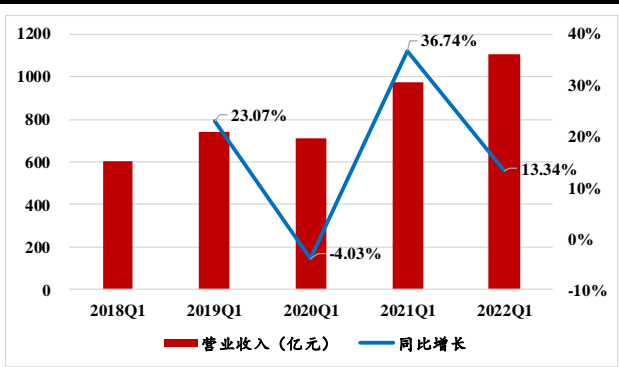
## 2 军工行业 2022 年一季报分析: 材料板块及产业链上游业绩增速领先

### 2.1 业绩表现

#### 2.1.1 整体情况: 去年高基数下 2022Q1 业绩同比增速回落

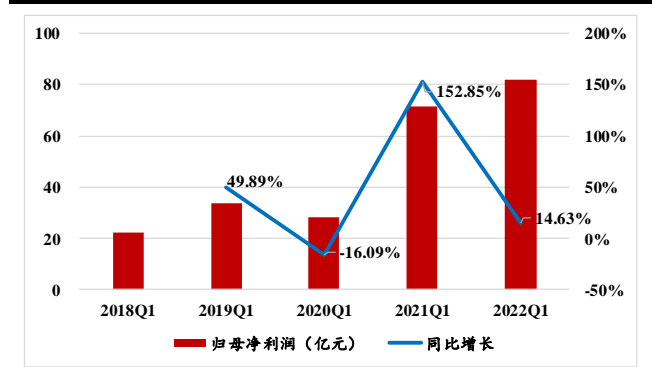
2022Q1, 101 只军工标的共实现营业收入 1102.63 亿元, 同比增长 13.34%, 共实现归母净利润 81.77 亿元, 同比增长 14.63%。101 只军工标的整体毛利为 240.08 亿元, 同比增长 14.26%, 整体毛利率 21.77%, 基本保持稳定。

图表33: 101 只军工标的一季度营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

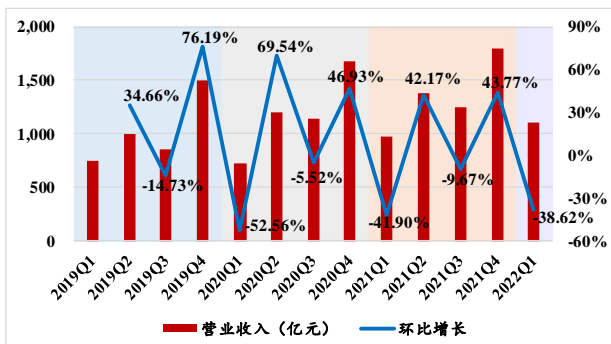
图表34: 101 只军工标的一季度归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

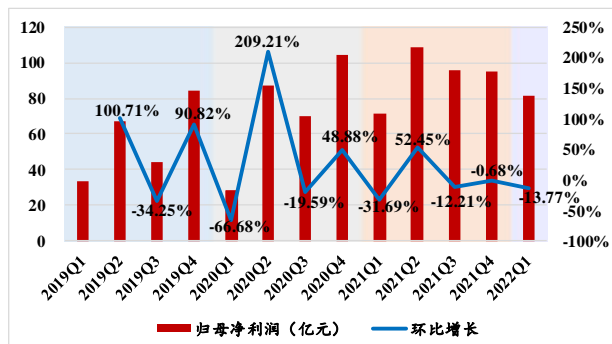
分季度看, 军工企业收入确认具有较显著的季节性, 一般二季度和四季度企业收入确认相对较多, 一季度和三季度企业收入确认相对较少。2022Q1, 101 只军工标的合计营收、归母净利润分别环比下滑 38.62% 和 13.77%, 下滑幅度小于 2021Q1 和 2020Q1 营收、归母净利润的环比下滑幅度。

图表35: 101只军工标的分季度营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表36: 101只军工标的分季度归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

## 2.1.2 分板块: 材料板块增速领先

**航空板块** 2022Q1 实现营业收入 398.26 亿元, 同比增长 16.65%, 归母净利润为 30.96 亿元, 同比增长 27.28%, 中航沈飞、中航重机和中航光电等贡献了主要利润增量。

**航天板块** 2022Q1 实现营业收入 83.30 亿元, 同比增长 22.40%, 归母净利润为 5.53 亿元, 同比增长 8.42%。

**国防信息化板块** 2022Q1 实现营业收入 110.26 亿元, 同比增长 13.90%, 归母净利润为 23.91 亿元, 同比增长 21.44%, 振华科技和紫光国微等贡献了主要利润增量。

**船舶板块** 2022Q1 实现营业收入 262.33 亿元, 同比增长 4.74%, 归母净利润为 1.36 亿元, 同比下滑 74.02%, 主要由于中国重工、中国动力和中船应急等标的利润同比下滑。

**地面兵装** 2022Q1 实现营业收入 50.17 亿元, 同比增长 29.51%, 归母净利润为 4.93 亿, 同比增长 103.11%, 中兵红箭贡献了主要利润增量。中兵红箭 2022Q1 归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 1.85 亿元, 同比增速 191.03%。

**材料板块** 2022Q1 实现营业收入 55.23 亿元, 同比增长 36.64%, 归母净利润为 9.99 亿, 同比增长 44.59%, 宝钛股份和西部超导贡献了主要利润增量。

图表37: 2022Q1 军工各板块营收、归母净利润及同比增速

细分板块	营业收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速
航空板块	398.26	16.65%	30.96	27.28%
航天板块	83.30	22.40%	5.53	8.42%
国防信息化板块	110.26	13.90%	23.91	21.44%
船舶板块	262.33	4.74%	1.36	-74.02%
地面兵装板块	50.17	29.51%	4.93	103.11%
材料板块	55.23	36.64%	9.99	44.59%

资料来源: wind, 方正证券研究所

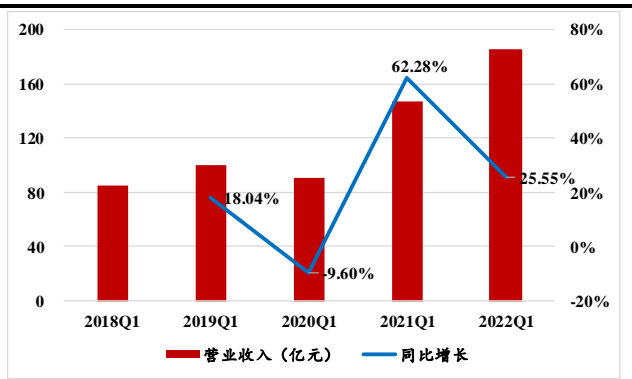
## 2.1.3 分产业链: 上游营收利润增速领先

2022Q1 产业链上游共实现营业收入 184.76 亿元, 同比增长 25.55%, 实现归母净利润 37.19 亿元, 同比增长 31.69%, 营收、利润保持较快



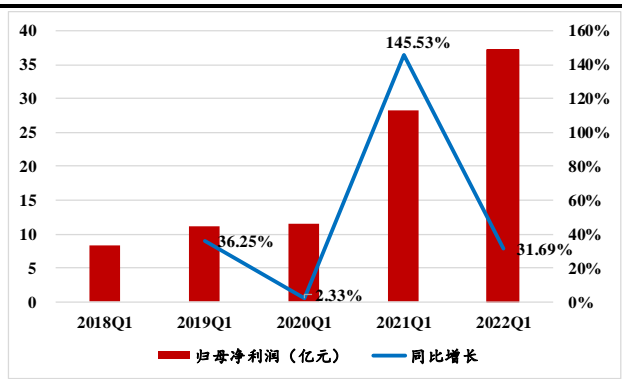
增长。整体毛利率为 41.71%，四费费率 16.47%，毛利率和四费费率基本保持稳定。

图表38: 产业链上游一季度营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

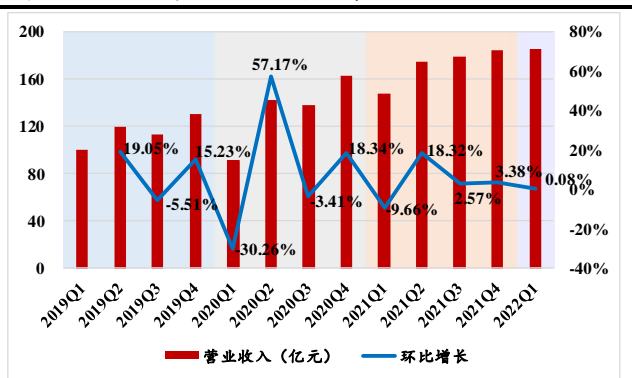
图表39: 产业链上游一季度归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

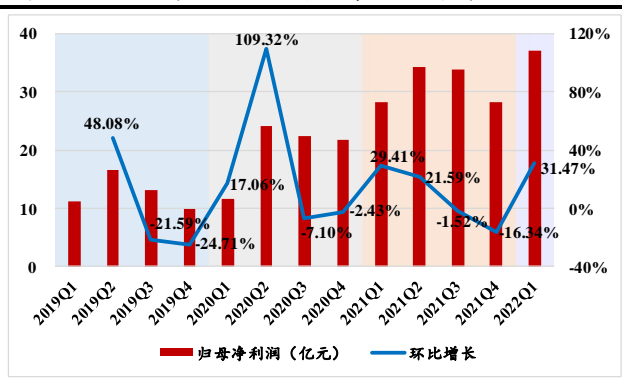
分季度看, 产业链上游营收、净利均处于近几年单季度的高位。2022Q1, 产业链上游营收、净利环比增速分别为 0.08% 和 31.47%, 该增速好于 2021Q1 产业链上游营收、净利环比增速-9.66% 和 29.41%, 以及 2020Q1 产业链上游营收、净利环比增速-30.26% 和 17.06%。

图表40: 产业链上游分季度营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

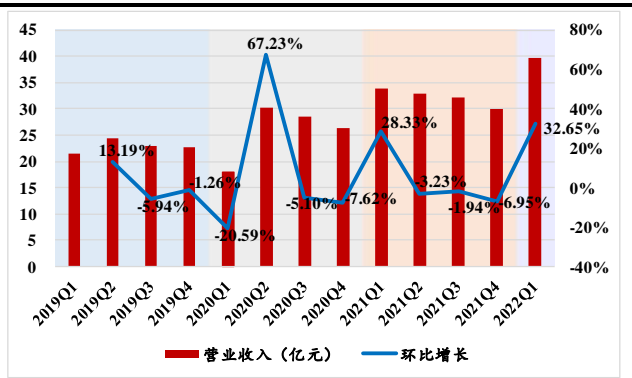
图表41: 产业链上游分季度归母净利润



资料来源: wind, 方正证券研究所

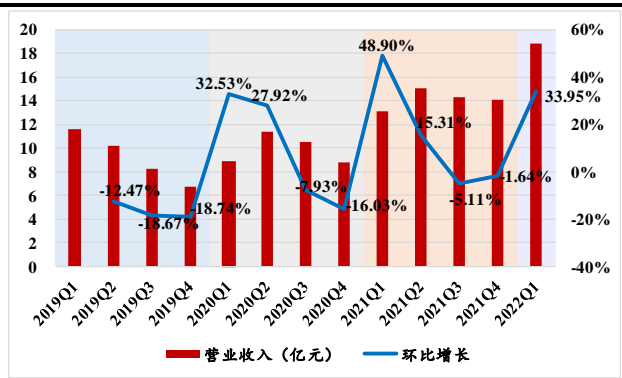
2022Q1 产业链上游标的中, 中航光电、振华科技等电子元器件企业业绩依然保持较高的同比、环比增速。中航光电 2022Q1 营收 39.66 亿元, 同比增长 17.13%, 环比增长 32.65%, 振华科技 2022Q1 营收 18.86 亿元, 同比增长 44.16%, 环比增长 33.95%。

图表42: 中航光电分季度营收



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表43: 振华科技分季度营收

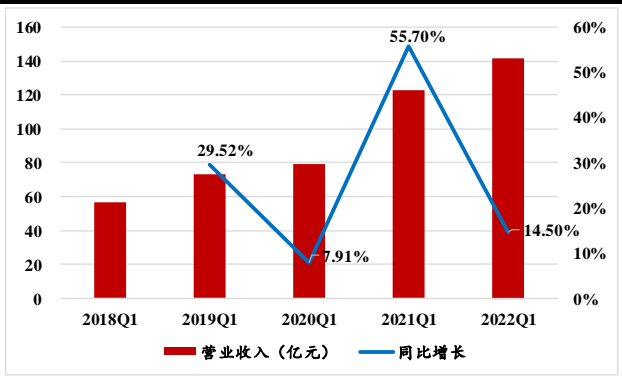


资料来源: wind, 方正证券研究所

2022Q1 产业链中游共实现营业收入 140.83 亿元, 同比增长 14.50%, 实现归母净利润 17.42 亿元, 同比增长 27.64%。整体毛利率为 31.27%,

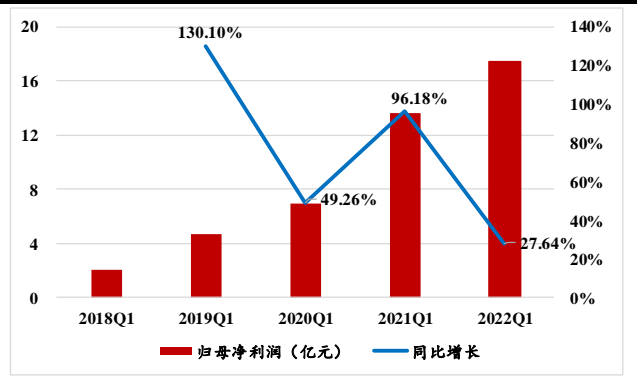
同比提升 1.20pcts，四费费率 15.54%，基本保持稳定。

图表44： 产业链中游一季度营收



资料来源：wind，方正证券研究所

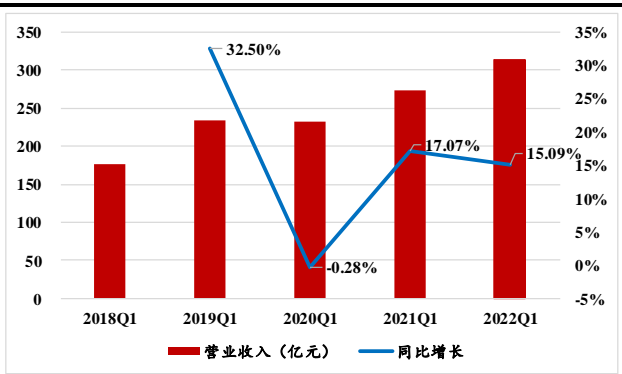
图表45： 产业链中游一季度归母净利润



资料来源：wind，方正证券研究所

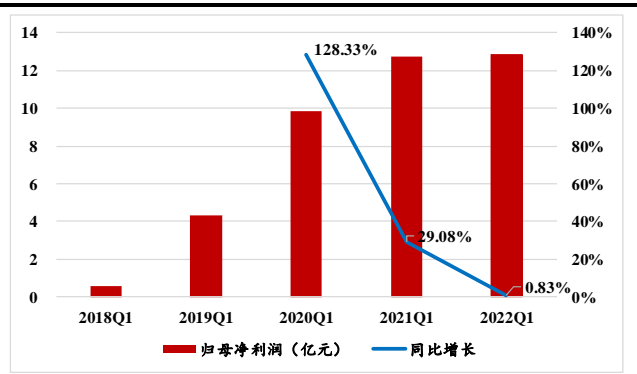
2022Q1 产业链下游共实现营业收入 314.33 亿元，同比增长 15.09%，实现归母净利润 12.84 亿元，同比增长 0.83%。整体毛利率 12.81%，同比降低 1.71pcts，四费费率 8.34%，同比降低 1.26pcts。产业链下游利润增速较慢主要由于中直股份等标的利润同比下滑，中直股份 2022Q1 归母净利润 0.11 亿元，同比减少 1.53 亿元，同比下滑 93.13%。

图表46： 产业链下游一季度营收



资料来源：wind，方正证券研究所

图表47： 产业链下游一季度归母净利润



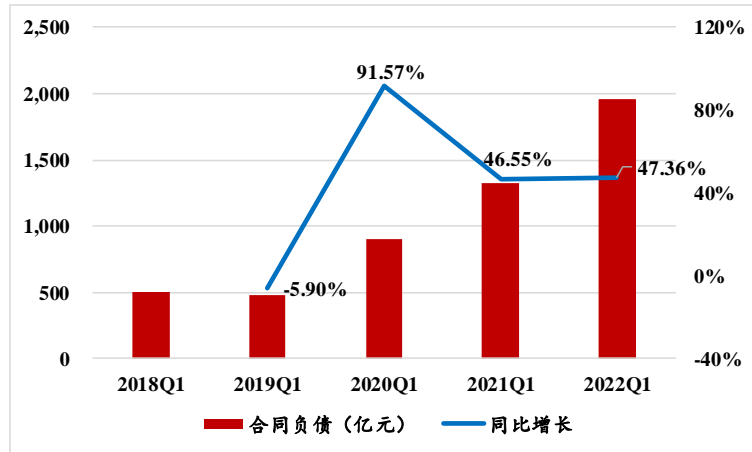
资料来源：wind，方正证券研究所

## 2.2 前瞻性指标

### 2.2.1 2022Q1 合同负债维持高位，军品订单持续旺盛

2022 年一季度末，101 只军工标的合计合同负债 1954.50 亿元，同比增长 47.36%，较 2021 年年末小幅下滑 1.45%，合同负债金额维持在高位。产业链下游主机厂如中航沈飞、中航西飞、内蒙一机等标的的合同负债金额有一定的环比下滑，下滑幅度分别为 16.65%、22.29%和 13.79%。

图表48: 101只军工标的一季度末合同负债变化



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表49: 部分主机厂一季度末合同负债及其变化

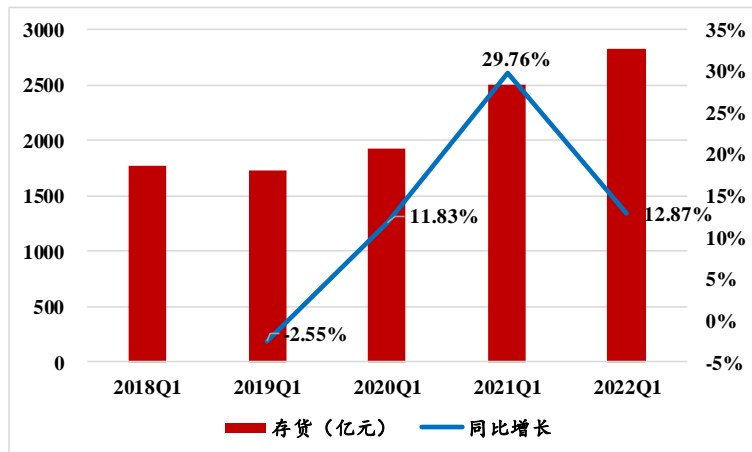
上市公司	2021Q1	2021Q4	2022Q1	同比变化	环比变化
中航沈飞	33.82	365.35	304.52	800.31%	-16.65%
航发动力	23.97	217.52	212.82	787.99%	-2.16%
洪都航空	0.20	68.48	67.29	32820.65%	-1.74%
中航西飞	82.45	65.88	51.19	-37.92%	-22.29%
中直股份	46.70	23.38	23.31	-50.08%	-0.31%
七一二	16.86	12.76	13.08	-22.44%	2.51%
内蒙一机	121.17	120.06	103.50	-14.58%	-13.79%

资料来源: wind, 方正证券研究所

### 2.2.2 存货保持稳定增长

2022 年一季度末, 101 只军工标的合计存货 2822.68 亿, 同比增长 12.87%, 存货增长主要企业为中国船舶 (+42.62 亿元)、中航西飞 (+37.82 亿元)、航天电子 (+28.24 亿元) 和中航光电 (+19.49 亿元) 等。

图表50: 101只军工标的一季度末存货变化

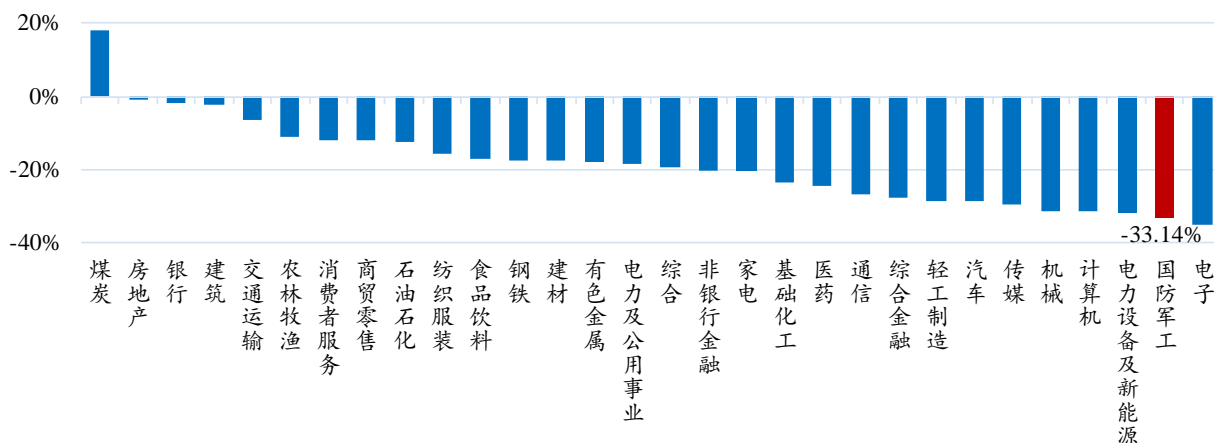


资料来源: wind, 方正证券研究所

### 3 涨幅与估值：年初以来板块回调幅度较大，业绩保持较快增长下投资价值凸显

今年以来(2022年1月1日至4月30日),中证军工指数下跌32.53%, 中信军工指数下跌33.14%, 上证综指下跌16.28%, 深证成指下跌25.82%, 沪深300指数下跌18.71%。军工板块整体涨幅在30个一级行业中排第29位。

图表51: 今年以来各板块涨幅(截止2022年4月30日)



资料来源: wind, 方正证券研究所

从军工板块估值水平看,截至2022年4月30日,中证军工指数为10051.59,军工板块PE-TTM估值为49.38倍,军工板块PB估值为3.15倍。军工板块PE-TTM估值处于底部区域,PB估值处于中部区域,自2014年1月1日起,历史上仅5.28%的时间板块PE-TTM估值低于当前水平,38.30%的时间板块PB估值低于当前水平。

图表52: 军工板块PE-TTM估值



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表53: 军工板块PB估值



资料来源: wind, 方正证券研究所

今年以来(2022年1月1日至4月30日),军工板块有较大幅度回调,我们跟踪的106只军工标的中,年初至今股价上涨的标的仅有红相股份(+7.48%)和盛路通信(+4.49%)。

2021年和2022Q1,材料和国防信息化等细分板块保持较快增长。公司业绩快速增长和股价较大幅度回调下,部分军工标的投资价值凸显。振华科技、鸿远电子、中航重机、三角防务、派克新材、宝钛股份等标的当前PE-TTM估值不超过40倍,同时2021年归母净利润增速超过40%。

图表54: 部分军工标的股价涨幅及估值(截止2022年4月30日)

公司名称	今年以来股价涨幅	2021年归母净利润 (亿元)	同比增速	2021年12月31 日 PE-TTM	2022年4月30 日 PE-TTM
火炬电子	-49.82%	9.56	56.83%	36.0	19.6
宏达电子	-47.05%	8.16	68.68%	52.4	25.6
星网宇达	-37.93%	1.61	46.29%	54.3	27.7
新劲刚	-21.77%	0.97	93.14%	47.3	28.3
火箭科技	-41.07%	1.11	35.19%	43.2	29.5
振华科技	-15.94%	14.91	146.21%	53.5	29.6
上海瀚讯	-42.02%	2.35	40.53%	54.4	29.9
派克新材	-27.40%	3.04	82.59%	62.7	30.9
鸿远电子	-34.58%	8.27	70.09%	50.7	31.5
宝钛股份	-33.02%	5.60	54.49%	57.9	33.3
抚顺特钢	-51.78%	7.83	42.02%	58.7	34.2
中航重机	-27.81%	8.91	159.05%	77.6	37.0
新雷能	-19.81%	2.74	122.02%	58.0	37.1
苏试试验	-22.29%	1.90	53.98%	50.4	37.6
四川九洲	-41.80%	1.45	88.76%	69.1	38.3
爱乐达	-14.49%	2.55	86.47%	55.6	39.2
西部材料	-46.09%	1.33	67.55%	61.8	39.3
三角防务	-20.62%	4.12	101.70%	68.2	40.0
中航光电	-24.11%	19.91	38.35%	56.4	40.9
航宇科技	-31.65%	1.39	91.13%	83.1	42.4
中兵红箭	-21.76%	4.85	76.77%	67.3	43.3
菲利华	-22.70%	3.70	55.44%	60.9	44.5
图南股份	-40.66%	1.81	66.24%	86.5	45.1
钢研高纳	-49.16%	3.05	49.56%	85.6	45.2
中航高科	-39.07%	5.91	37.25%	83.2	45.9
西部超导	-14.58%	7.41	99.98%	67.2	46.0
振芯科技	-28.25%	1.51	87.91%	80.6	48.2
紫光国微	-21.67%	19.54	142.28%	86.5	51.4
航天宏图	-17.12%	2.00	55.19%	88.8	56.8
中科星图	-23.97%	2.20	49.41%	102.1	57.1

资料来源: wind, 方正证券研究所

部分军工标的 PE-TTM 估值接近历史最低水平, 建议关注回调后的军工板块投资机会。中直股份、宏达电子、火炬电子和中航电子等标的 PE-TTM 估值接近历史最低水平。

图表55: 部分军工标的 PE-TTM 估值及分位

公司名称	PE-TTM 估值	PE-TTM 估值分位
中直股份	27.56	0.24%
宏达电子	25.56	0.43%
火炬电子	19.60	0.79%
中航电子	40.99	3.38%

资料来源: wind, 方正证券研究所

#### 4 投资建议：细分领域景气度延续，重点关注两条主线

十四五规划首次提出建军百年奋斗目标，军工行业开启高景气。2021年3月，《十四五规划和2035年远景目标纲要》发布，提出“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”，加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保2027年实现建军百年奋斗目标。2022年3月5日，国务院总理李克强在政府工作报告中指出，过去一年，国防和军队建设取得重大进展，实现“十四五”良好开局。

2022年我国国防预算增速7.1%，同比上调0.3pcts，装备建设有望加速。根据中国财政部在全国人大会议上提交的政府预算草案报告，中国2022年国防预算为1.45万亿元，同比增长7.1%，增幅比去年上调0.3个百分点。我们认为，在建军百年奋斗目标牵引下，军工行业有望迎来中长期高景气。

从2021年年报看，军工板块上市公司业绩保持较快增长。2021年，我们跟踪的101只军工标的共实现营收5401.86亿元，同比增长14.18%，共实现归母净利润370.38亿元，同比增长27.68%。分板块看，材料板块和国防信息化板块业绩增速领先，营收增速分别为28.36%和21.58%，归母净利润增速分别为47.80%和39.44%。分产业链看，上游业绩保持高增速，营收和归母净利润增速分别达28.24%和56.31%；中游业绩增长明显加速，营收和归母净利润增速分别达20.24%和35.07%，分别较2020年增速提高11.92pcts和28.29pcts。

前瞻性指标反映生产需求旺盛，部分细分领域高景气延续。2021年年末，101只军工标的合计合同负债金额1983.17亿元，同比增长54.15%，军工订单持续旺盛；合计存货2593.39亿元，同比增长13.22%，存货处于高位且保持一定增速反映军工企业生产旺盛。中航重机、中航电子、中航机电、航发控制等航空细分领域标的2022年日常关联交易预计值保持30%及以上的增速，高景气延续。

从2022年一季报看，去年高基数下整体业绩同比增速回落，材料、航空和国防信息化板块保持较好增长。2022Q1，101只军工标的共实现营收1102.63亿元，同比增长13.34%，归母净利润81.77亿元，同比增长14.63%。分板块看，材料、航空和国防信息化板块保持较好增长，营收增速分别为36.64%、16.65%和13.90%，归母净利润增速分别为44.59%、27.28%和21.44%。

展望2022年，军工部分细分领域高景气延续，规模效应叠加治理改善有望提供业绩弹性，建议聚焦航空航天和国防信息化等领域。1) 航空航天产业链：航发动力、中航沈飞、航天彩虹、钢研高纳、中航机电、中航电子、中航重机、中航高科、菲利华、北摩高科、图南股份、抚顺特钢；2) 国防信息化：高德红外、鸿远电子、盟升电子、振华科技、紫光国微、国睿科技、航天宏图、航天电器。

#### 5 风险提示

军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟；军品批量生产后价格降幅超出市场预期。



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： <a href="https://www.foundersc.com">https://www.foundersc.com</a>	E-mail: yjzx@foundersc.com
北京	西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	静安区延平路71号延平大厦2楼	
上海	浦东新区世纪大道1168号东方金融广场A栋1001室	
深圳	福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层	
广州	天河区兴盛路12号楼 隽峰苑2期3层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	