

国防装备
国防装备：三季度业绩靓丽，进入发展快车道
——国防军工行业专题报告
投资要点
□ 国防军工上市公司三季报业绩亮眼，营收/净利润同比增 15%/15%

财务：国防军工板块 106 家上市公司 2021Q3 实现营业总收入 3435 亿元（同比增长 15%），归母净利润 242 亿元（同比增长 15%），存货 2616 亿（同比增长 32%）。

结论：在军工板块已经启动高增长的基础上，2021Q3 收入/归母净利润保持强势稳健增长，印证了国防军工全行业景气发展的长期可持续性，军工企业盈利能力进一步增强。

□ 主机厂：合同负债大增、业绩弹性大；军工新材料、军工电子表现优异

主机厂：2021Q3 实现营收 865 亿元（同比+16%），归母净利润 36 亿元（同比+27%），合同负债 691 亿（同比+616%），合同负债大额上涨有力印证了新型号主战机型旺盛需求，未来 3 到 5 年有望成为业绩弹性最大的子版块之一。

军工新材料：2021Q3 实现营收 431 亿元，同比增长 55%；行业处于制造产业链最上游，广泛应用于飞机、发动机、导弹、舰船等领域，后期受益于国产替代率增长+下游型号批产+单体价值量占比提升，有望持续获得高增长；

军工电子：2021Q3 归母净利润 82 亿，同比增长 71%，印证了随着国防装备信息化、智能化的全面加速，电子企业盈利能力具备高弹性增长，建议重点关注订单充足，产能加速释放的优质龙头公司。

□ 投资建议

(1) 国防板块未来 5-10 年确定性高成长，当前为布局良机！(a) 国防行业中长期逻辑坚实：“备战/2027 /建设与第二大经济体相称的强大国防”是既定方向，不因短期扰动而改变。(b) 指数距历史新高有 70%空间：维持“国防板块将在波动中上涨，不缺热点事件/订单/业绩的催化，短期回调均提供买入机会”的判断。**(c) 保密属性赋予国防行业不断超预期的可能：**未来新型号、新作战体系披露、军品外贸或打开国防行业更大的成长空间。

(2) 当前首推主机，“营收增长+利润率提升”，主机业绩弹性大：此前国防工业体系核心矛盾主要为“先进型号有无问题”，研究院所任务重。当前阶段“先进型号大批量/高效/低成本放量”同等重要，主机厂提质增效是国家利益所向、未来经营效率将确定性提升，“大额预付/定价改革/股权激励/规模效应/小核心大协作过程中配套成本下降”等或为具体举措。

国防整机重点看好：1) 中航西飞：军民用大飞机龙头，高度战略稀缺性被低估；2) 航发动力：整机/维修双龙头，；3) 中航沈飞：歼击机龙头，或为最早放业绩主机；4) 洪都航空：导弹+教练机龙头，或为中期最具弹性品种。5) 中直股份：直升机龙头。6) 内蒙一机：陆军装备龙头，股权激励授予完成。

国防配套重点看好：中航重机、中航机电、中航光电、北摩高科、振华科技、鸿远电子、宏达电子、火炬电子、三角防务、航发控制、中航高科、西部超导、钢研高纳、航亚科技、盟生电子（联合）、盛路通信（联合）、景嘉微（联合）。

□ 风险提示：

先进型号研制进展不及预期；装备采购量或交付确认节奏不及预期。

行业评级

国防军工

看好

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

联系人：王浩若

电话：18310570500

邮箱：wangjieruo@stocke.com.cn

相关报告

1【中直股份】《三季度扣非业绩增长 27%，直升机龙头期待飞向“新高度”》2021.11.1；

2《【国防装备】三季报业绩靓丽，行业景气向上》2021.10.31；

3【中航沈飞】《单三季度归母净利润同比增长 62%，产品放量规模效应持续显现》2021.10.31；

正文目录

1. 2021Q3：整体业绩亮眼，营收/净利润同比增 15%/15%.....	4
2. 国防主机厂业绩弹性大，军工电子/新材料表现优异.....	4
2.1. 主机厂：合同负债同比大幅增长 616%，利润超营收增速兑现.....	5
2.2. 新材料：受益飞机、发动机、导弹放量.....	7
2.3. 飞机/发动机中游加工制造：多类细分行业，扩产增效订单充足.....	8
2.4. 北斗信息化产业：国防信息化大趋势不改，超长赛道寻找龙头公司.....	9
2.5. 军工电子：产业链最上游业绩高弹性，毛利/净利率显著双提升.....	11
2.6. 船舶海洋：民船复苏带动收入上涨.....	12
2.7. 地面兵装：寻找潜力个股.....	13
3. 投资建议.....	14
4. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：军工板块 2021Q3 实现营收 3,435 亿元，同比+15%.....	4
图 2：军工板块 2021Q3 实现归母净利润 242.2 亿元，同比+15%.....	4
图 3：军工板块 2020 年经营性现金流量净额 474 亿.....	4
图 4：军工板块 2021Q3 存货 2,616 亿，同比+32%.....	4
图 5：军工行业产业链中 2021Q3 船舶实现最高营收 1003 亿，新材料营收增速最高达 55%.....	5
图 6：军工行业产业链中 2021Q3 军工电子实现最高净利 82 亿，最高净利增速达 71%.....	5
图 7：主机厂 2021Q3 营收/净利润 865/36 亿，同比+16%/27%.....	6
图 8：主机厂 2021Q3 毛利率/净利率分别为 11.6%/4.1%.....	6
图 9：国防主机厂 2021Q3 合同负债 691 亿，同比+616%.....	6
图 10：国防主机厂 2021Q3 存货 770 亿，同比+12%.....	6
图 11：新材料企业 2021Q3 营收/净利润 431/34 亿，同比+55%/62%.....	7
图 12：新材料企业 2021Q3 毛利率/净利率分别为 37%/22%.....	7
图 13：新材料企业 2021Q3 合同负债 15 亿，同比+151%.....	7
图 14：新材料企业 2021Q3 存货 116 亿，同比+32%.....	7
图 15：飞机/发动机中游配套企业 2021Q3 营收/净利润 533/63 亿.....	8
图 16：飞机/发动机中游配套企业 2021Q3 毛利率/净利率 38%/14%.....	8
图 17：中游配套板块 2021Q3 合同负债 58 亿，同比+299%.....	8
图 18：中游配套板块 2021Q3 存货 324 亿，同比+25%.....	8
图 19：信息化/北斗相关企业 2021Q3 营收/净利润同比增长 13%/20%.....	10
图 20：信息化/北斗相关企业 2021Q3 毛利率/净利率 43%/16%.....	10
图 21：信息化北斗板块 2021Q3 合同负债 50 亿，同比+35%.....	10
图 22：信息化北斗板块 2021Q3 存货 146 亿，同比+21%.....	10
图 23：军工电子企业 2021Q3 营收/净利润 456/82 亿.....	11
图 24：军工电子企业 2021Q3 毛利率/净利率 49%/24%.....	11

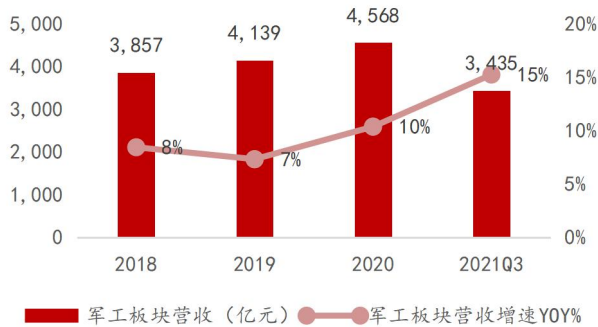
图 25: 2021Q3 合同负债 31 亿, 同比+98%.....	11
图 26: 2021Q3 存货 293 亿, 同比+34%.....	11
图 27: 船舶企业 2021Q3 营收/净利润 1003/15 亿.....	12
图 28: 船舶企业 2021Q3 毛利率/净利率 19%/-11%.....	12
图 29: 2021Q3 合同负债 913 亿, 同比+49%.....	12
图 30: 2021Q3 存货 880 亿, 同比+77%.....	12
图 31: 地面兵装企业 2021Q3 营收/净利润 349/29 亿.....	13
图 32: 地面兵装企业 2021Q3 毛利率/净利率 33%/12%.....	13
图 33: 2021Q3 合同负债 140 亿, 同比+64%.....	13
图 34: 2021Q3 存货 172 亿, 同比+6%.....	13
表 1: 主机厂板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)	7
表 2: 新材料板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)	7
表 3: 中游加工配套板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)	7
表 4: 北斗/信息化板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)	7
表 5: 军工电子板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)	7
表 6: 船舶海洋板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)	7
表 7: 地面兵装板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)	7
表 8: 国防行业重点公司盈利预测与估值.....	7

1. 2021Q3：整体业绩亮眼，营收/净利润同比增 15%/15%

业绩稳定提升，现金流改善彰显行业高景气。国防军工板块 2021Q3 实现营业总收入 3,435 亿元（同比+15%），实现归母净利润 242.2 亿元（同比+15%），实现经营性现金流量净额-60 亿元，实现存货 2,616 亿（同比+32%）。

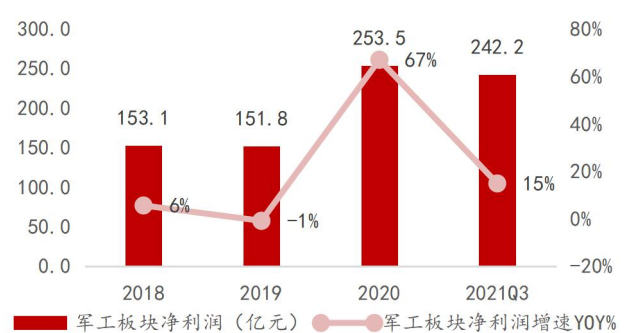
我们认为军工板块已启动高增长，2021Q3 收入/归母净利润依旧强势稳健增长，印证了国防军工全行业高景气发展的长期可持续性，军工企业盈利能力进一步增强。

图 1：军工板块 2021Q3 实现营收 3,435 亿元，同比+15%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：军工板块 2021Q3 实现归母净利润 242.2 亿元，同比+15%

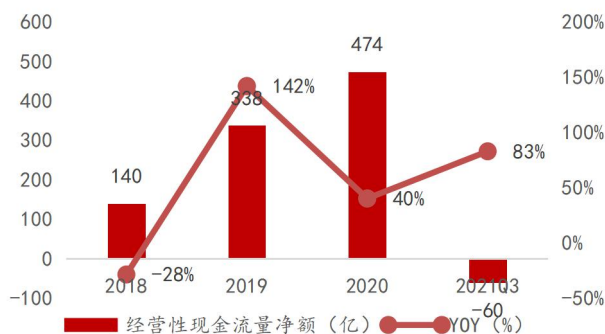


资料来源：Wind，浙商证券研究所

板块长期投资价值凸显，后续业绩有望持续扩大。三季度为以往国防军工板块交付确认淡季，全产业现金流/存货等指标仍持续改善显著增长。

我们认为受益于“十四五”及后期新时代国防全方位建设，考虑到新代际型号批产+更新换代+实战消耗+备战，目前仅为十四五开年建设扩产阶段，产业链上下游多家重点公司产能及业绩尚未释放至峰值，后期各细分领域盈利能力或将继续提升，建议关注业绩弹性大的子板块及细分产业龙头。

图 3：军工板块 2020 年经营性现金流量净额 474 亿



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：军工板块 2021Q3 存货 2,616 亿，同比+32%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

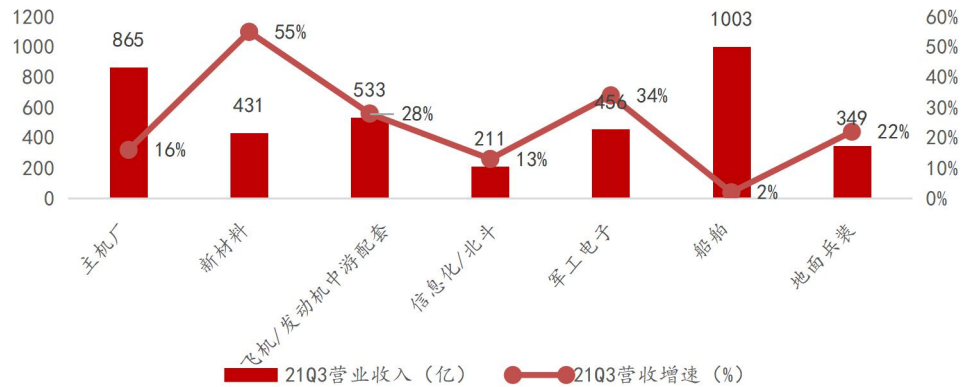
2. 国防主机厂业绩弹性大，军工电子/新材料表现优异

电子高盈利高增长，新材料收入显著提升。细分各个板块可知，2021 年 Q3 各个子行业中新材料实现营收 431 亿元，同比增长 55%增幅最快。

新材料行业处于制造产业链最上游，广泛应用于飞机、发动机、导弹、舰船等领域，且因优异性能占比不断提升，后期受益于国产替代率增长+下游型号批产+单体价值量占比提升，有望持续获得高速增长。

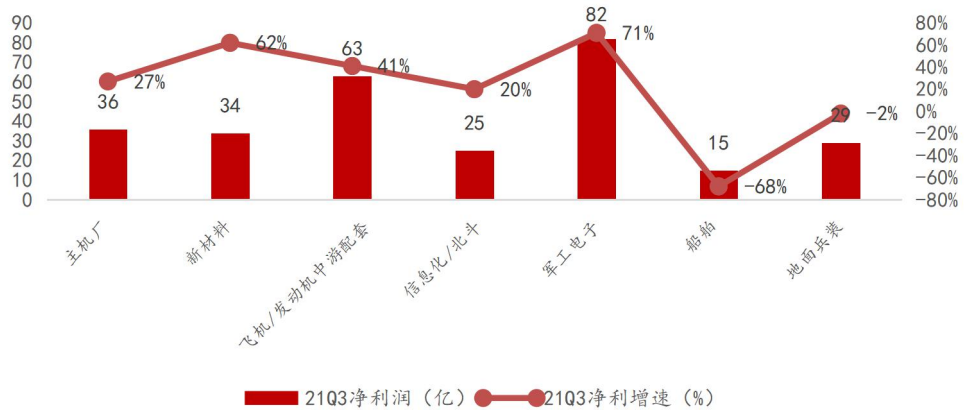
军工电子 2021Q3 归母净利润 82 亿，同比增长 71% 增速最快，印证了随着国防装备信息化、智能化的全面加速，电子企业盈利能力具备高弹性增长，建议重点关注订单充足，产能加速释放的优质龙头公司。

图 5：军工行业产业链中 2021Q3 船舶实现最高营收 1003 亿，新材料营收增速最高达 55%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：军工行业产业链中 2021Q3 军工电子实现最高净利 82 亿，最高净利增速达 71%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1. 主机厂：合同负债同比大幅增长 616%，利润超营收增速兑现

主机厂：盈利能力加速提升，大额合同负债支撑持续性预期。主机厂子版块 2021Q3 实现营收 865 亿元（同比+16%），归母净利润 36 亿元（同比+27%），毛利率/净利率 11.6%/4.1%（同比+0.1%/0.4%），合同负债出现大幅增长达到 691 亿（同比+616%），2021Q3 存货 770 亿（同比+12%）。主机厂归母净利润增速 27% 超营业收入增速上涨，表明随着规

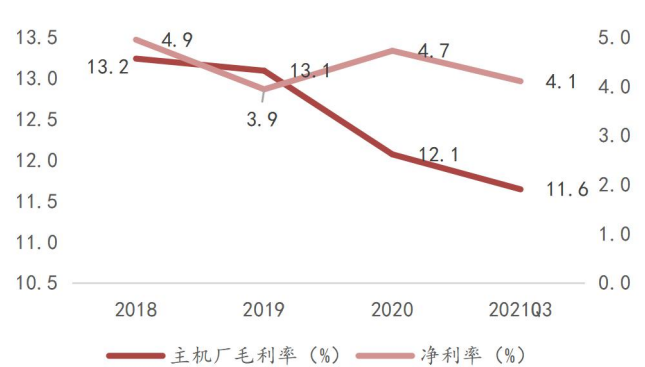
模经济效应提升及新型号批产列装，主机厂盈利能力持续改善。

图 7：主机厂 2021Q3 营收/净利润 865/36 亿，同比+16%/27%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

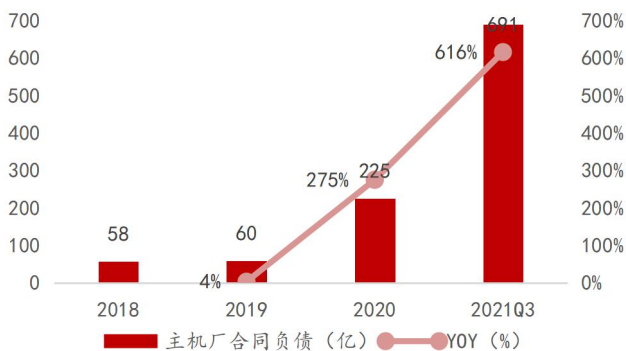
图 8：主机厂 2021Q3 毛利率/净利率分别为 11.6%/4.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

大额合同负债兑现行业高景气，产业链终端向好支撑上游高弹性。2020 年主机厂合同负债 225 亿，同比 2019 年增长 275%；2021Q3 合同负债合计 691 亿元，同比 2020Q3 大幅增长 616%，高额款项有力保障了各家单位长期订单，新型号主战机型大额合同兑现，批产交付有望持续较长时间。主机厂作为整个航空制造产业链的最下游，其业绩增长不仅兑现自身价值提升，更彰显了整个航空中上游产业了蓬勃需求。未来 3 到 5 年主机厂有望成为业绩弹性最大的子版块之一。

图 9：国防主机厂 2021Q3 合同负债 691 亿，同比+616%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：国防主机厂 2021Q3 存货 770 亿，同比+12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：国防主机厂板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)

代码	证券简称	营收	同比	归母净 利润	同比	毛利率	同比	净利率	同比	存货	同比	合同负债	同比
600760	中航沈飞	249	32%	14.5	25%	9.8	+0.5	5.8	-0.3	66	21%	312	2971%
600038	中直股份	142	16%	6.2	26%	11.9	+0.9	4.3	+0.3	154	-8%	23	-56%
000768	中航西飞	231	2%	6.1	0.2%	6.7	+0.2	2.6	+0.7	240	18%	58	380%
600316	洪都航空	43	43%	0.7	429%	2.1	-1.4	1.6	+1.1	39	56%	68	470%
002389	航天彩虹	17	-13%	0.9	-5%	24.8	+2.0	5.8	+0.4	7	3%	1	-94%
600893	航发动力	183	19%	7.8	24%	14.4	-1.3	4.5	+0.2	265	13%	230	1814%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 新材料：受益飞机、发动机、导弹放量

航空航天产业链最上游，领跑业绩释放。新材料子板块 2021Q3 实现营收 431 亿元(同比+55%)，归母净利润 34 亿元(同比+62%)；2021Q3 新材料企业平均毛利率/净利率 37%/22% (同比-1%/+3%)，合同负债增长 15 亿 (同比+151%)，2021Q3 存货 116 亿 (同比+32%)。

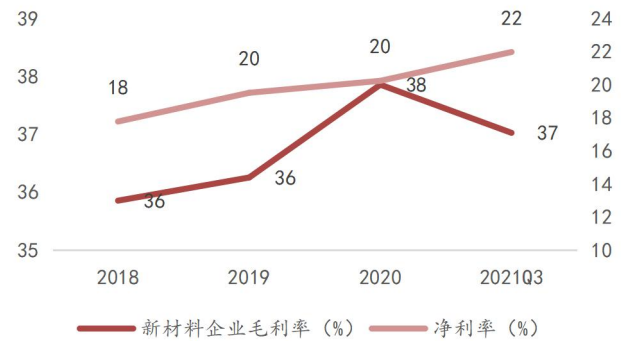
多家新材料公司在保持高净利率的同时，盈利能力及合同负债均显著改善，高业绩增长速度兑现子板块高弹性发展。

图 11：新材料企业 2021Q3 营收/净利润 431/34 亿，同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

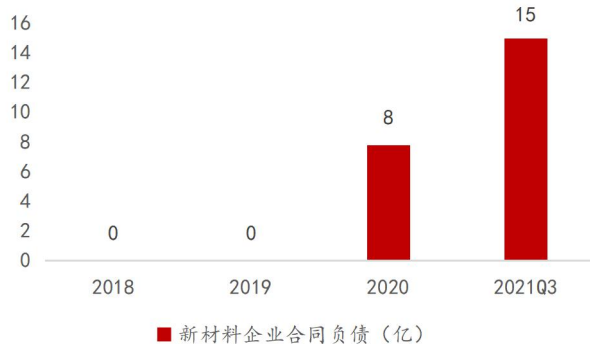
图 12：新材料企业 2021Q3 毛利率/净利率分别为 37%/22%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

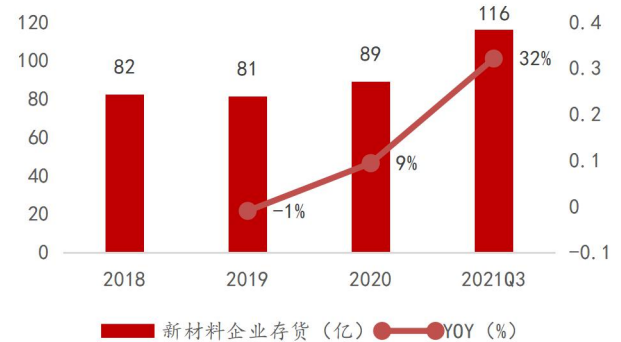
用量占比提升+批产型号放量+耗材，多因素驱动提升。碳纤维、钛合金及高温合金等多种新材料，在新代际飞机/导弹等产品上用量逐渐提升，且导弹等作为消耗品，其需求增幅显著高于其他产品。随着我国军品国产替代率的不断上升，国内金属材料及非金属材料龙头企业具备超行业增长速度发展。

图 13：新材料企业 2021Q3 合同负债 15 亿，同比+151%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：新材料企业 2021Q3 存货 116 亿，同比+32%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：新材料板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)

代码	公司名称	营收	同比	归母净 利润	同比	毛利率	同比	净利率	同比	存货	同比	合同负债	同比
300777	中简科技	3	15%	1.5	10%	78.7	-5.1	48.3	-2.3	0.3	-15%	0.1	1%
300034	钢研高纳	14	33%	2.5	95%	30.4	-4.8	19.2	+4.7	9	56%	0.8	8%

600862	中航高科	29	22%	5.7	42%	32.9	+2.4	20.0	+2.8	17	26%	3.9	644%
300699	光威复材	20	22%	6.2	18%	47.6	-4.5	31.4	-1.3	4	41%	0.3	58%
002171	楚江新材	272	73%	4.1	106%	6.2	-1.3	1.6	+0.2	25	41%	2.3	97%
600456	宝钛股份	46	44%	4.7	95%	21.0	-2.8	11.2	+2.6	26	20%	3.1	-
300395	菲利华	9	48%	2.9	77%	52.1	-1.4	33.1	+5.7	3	86%	0.04	172%
688122	西部超导	21	38%	5.4	98%	43.3	+6.8	25.8	+8.1	15	35%	2.4	21%
002149	西部材料	18	22%	1.0	184%	21.1	+3.5	7.3	+3.3	17	26%	2.1	69%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3. 飞机/发动机中游加工制造: 多类细分行业, 扩产增效订单充足

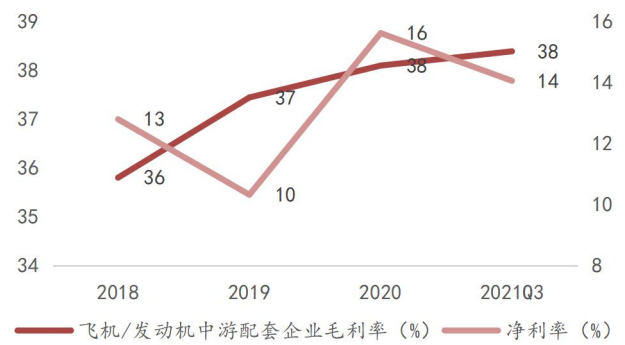
毛利率显著提升, 存货/合同负债增长反应下游旺盛需求: 飞机/发动机中游加工配套多家企业 2021Q3 实现营收 533 亿元 (同比+28%), 归母净利润 63 亿元 (同比+41%); 企业平均毛利率/净利率 38%/14% (同比+1%/-2%), 合同负债 58 亿 (同比+299%), 存货 324 亿 (同比+25%)。

图 15: 飞机/发动机中游配套企业 2021Q3 营收/净利润 533/63



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

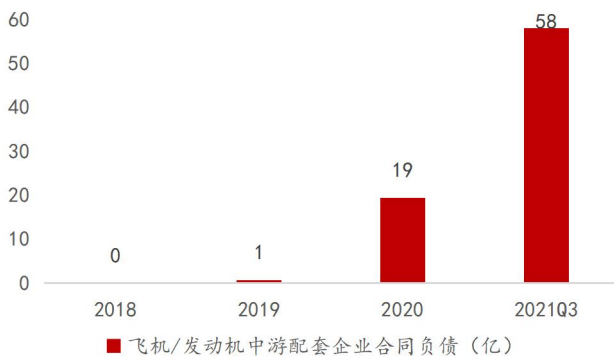
图 16: 飞机/发动机中游配套企业 2021Q3 毛利率/净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

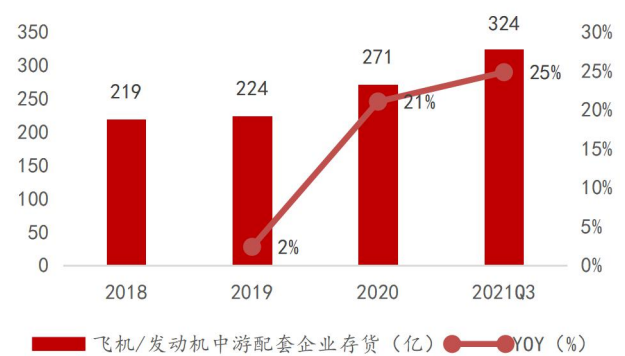
把握多条细分赛道业绩释放节奏, 扩产增效净利率有望进一步上涨。航空航天制造中游属于工序分类最多, 涉及公司范围最广的环节, 多种不同细分赛道 (发动机上游配套, 飞机中游锻造, 零部件加工, 特殊结构件, 部件装配等) 依据公司所处产业链位置、承接型号批次等具备不同业绩释放节奏, 后期重点受益于下游主站型号增长+已有设备维护更新+主机厂外协比例增加等多重因素, 随着产能扩张, 公司业绩释放及净利率有望加速上涨。

图 17: 中游配套板块 2021Q3 合同负债 58 亿, 同比+299%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 中游配套板块 2021Q3 存货 324 亿, 同比+25%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 3：中游配套板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度（亿元,%）

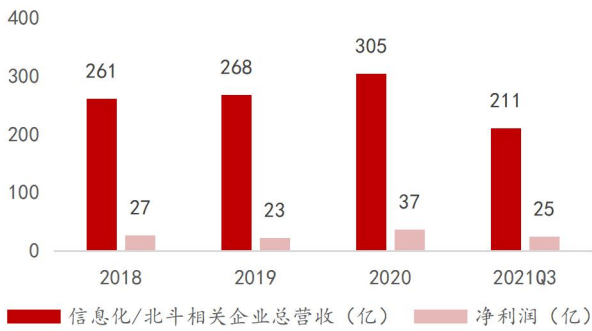
代码	证券简称	营收	同比	归母净 利润	同比	毛利率	同比	净利率	同比	存货	同比	合同负债	同比
002297	博云新材	4	40%	0.2	122%	29.7	+2.7	4.3	+1.4	3.7	20%	0.1	81%
002985	北摩高科	8	122%	3.2	87%	79.2	+5.0	53.6	+4.3	3.2	48%	0.9	-
300855	图南股份	5	27%	1.3	69%	37.9	+6.4	25.2	+6.3	2.7	51%	0.4	511%
605123	派克新材	12	63%	1.9	57%	29.1	+0.1	16.1	-0.6	4.4	72%	0.5	327%
300252	金信诺	19	32%	0.4	21%	13.3	-4.1	2.1	-0.1	5.2	59%	0.3	110%
300447	全信股份	7	29%	1.3	37%	53.0	+3.8	20.2	+1.0	5.1	50%	0.1	-60%
300581	晨曦航空	1	19%	0.1	-57%	42.7	+1.5	7.1	-12.6	2.6	6%	0.1	-6%
300775	三角防务	8	90%	2.8	120%	47.2	+2.7	36.0	+4.9	9.7	36%	0.0	-33%
300095	华伍股份	11	14%	1.7	27%	38.6	-4.4	16.2	+0.6	6.5	23%	0.5	-
600391	航发科技	23	48%	-0.5	-18%	11.5	+0.8	-1.0	+1.6	29.9	8%	1.2	-58%
000738	航发控制	30	25%	4.0	20%	32.5	+0.3	14.0	+0.3	10.3	-10%	9.1	1207%
600765	中航重机	65	24%	6.1	127%	29.2	+2.3	11.1	+4.8	31.9	31%	7.5	1520%
688239	航宇科技	6	39%	0.9	86%	32.6	+3.9	14.5	+3.7	5.6	-	0.2	-
600399	抚顺特钢	56	18%	6.9	69%	21.6	+2.0	12.3	+3.7	22.4	44%	3.3	28%
688586	江航装备	7	27%	2.0	25%	46.6	+1.5	27.4	-0.5	6.1	57%	2.3	-
603308	应流股份	15	12%	1.5	15%	35.4	-1.4	9.1	+0.3	14.1	21%	0.3	23%
002013	中航机电	116	39%	8.9	42%	21.9	-1.5	8.1	+0.3	57.2	14%	17.4	718%
688776	国光电气	4	26%	1.1	99%	52.2	+8.5	28.3	+10.5	1.9	-	0.3	-
600372	中航电子	69	19%	5.8	39%	29.0	-0.7	8.6	+1.1	57.3	24%	7.5	630%
002214	大立科技	7	-9%	2.5	-26%	57.3	-4.6	33.0	-8.5	4.3	-2%	0.1	-33%
002414	高德红外	24	26%	9.2	15%	57.5	-11.4	37.6	-3.5	18.3	12%	2.7	245%
002651	利君股份	7	45%	1.7	28%	43.3	-1.2	23.9	-3.3	4.4	5%	2.5	4%
300696	爱乐达	4	105%	1.8	103%	64.3	-4.7	47.2	-0.5	1.7	14%	0.0	-
000697	炼石航空	7	-16%	-1.9	6%	10.5	+4.7	-26.9	-5.5	2.8	-16%	0.1	-50%
300733	西菱动力	5	53%	0.3	261%	21.4	+2.7	6.4	+4.0	3.2	83%	0.0	62%
300719	安达维尔	3	-23%	-0.1	-144%	48.0	+1.5	-5.3	-14.6	3.0	10%	0.2	2%
300227	光韵达	6	3%	0.9	10%	42.4	+1.9	14.3	-0.7	3.0	83%	0.0	-
688333	铂力特	2	81%	-1.2	817%	46.6	+9.7	-50.2	-40.3	3.9	97%	0.5	172%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4. 北斗信息化产业：国防信息化大趋势不改，超长赛道寻找龙头公司

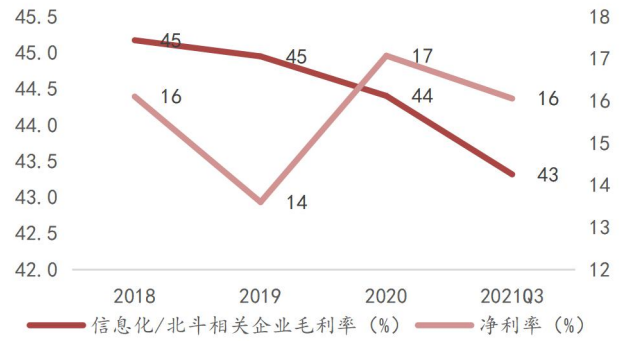
受益于“2035”远景目标，具备技术优势企业有望获得长期成长性。信息化/北斗相关企业 2021Q3 实现营收 211 亿元（同比+13%），归母净利润 25 亿元（同比+20%）。2021Q3 企业平均毛利率/净利率 43%/16%（同比-2%/+2%），合同负债 50 亿（同比+35%），存货 146 亿（同比+21%）。未来随着国防装备信息化、智能化占比不断提升及北斗终端的加速应用，具备技术优势的企业有望率先打开市场，获得更高份额及增速。

图 19：信息化/北斗相关企业 2021Q3 营收/净利润同比增长



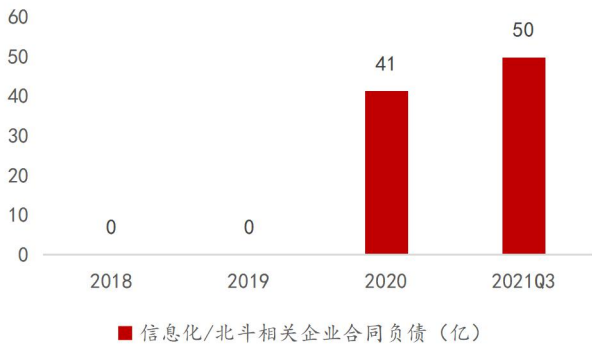
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：信息化/北斗相关企业 2021Q3 毛利率/净利率 43%/16%



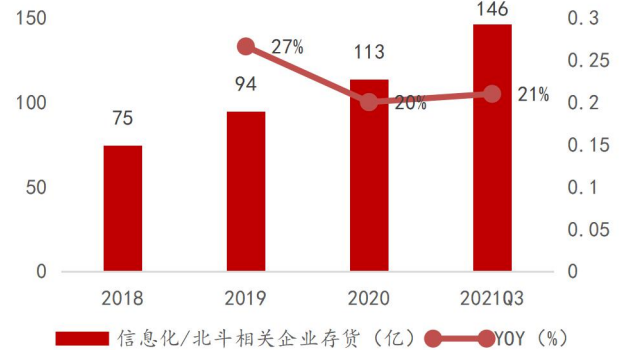
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：信息化北斗板块 2021Q3 合同负债 50 亿，同比+35%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：信息化北斗板块 2021Q3 存货 146 亿，同比+21%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 4：信息化北斗板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)

代码	证券简称	营收	同比	归母净 利润	同比	毛利率	同比	净利率	同比	存货	同比	合同负债	同比
603712	七一二	18	34%	2.5	42%	45.6	-1.5	14.0	+0.8	37.7	36%	14.6	117%
002935	天奥电子	5	27%	0.5	43%	28.8	+0.3	8.5	+0.9	7.4	6%	0.3	185%
688311	盟升电子	2	36%	0.5	46%	60.3	-6.9	22.0	+1.6	2.2	30%	0.0	-60%
002413	雷科防务	10	37%	1.1	4%	41.3	-5.0	9.9	-4.5	9.5	33%	1.1	1%
300762	上海瀚讯	4	16%	0.8	60%	62.6	0.0	21.5	+5.8	2.2	22%	0.2	-41%
002465	海格通信	36	15%	3.8	16%	37.2	+2.8	11.3	+0.5	21.7	10%	7.2	175%
688788	科思科技	6	66%	2.1	352%	69.1	-1.0	35.8	+22.9	2.7	-9%	0.0	-
300114	中航电测	15	16%	2.7	21%	37.5	-2.4	17.8	+0.6	6.7	43%	0.9	-38%
688682	霍莱沃	2	23%	0.2	34%	37.2	+3.2	13.1	+1.1	0.2	-51%	0.0	-93%
002829	星网宇达	4	14%	0.8	3%	50.7	-2.6	21.4	-2.6	4.8	48%	0.4	53%
600118	中国卫星	43	-2%	2.1	-10%	14.8	+1.2	6.1	-0.5	27.8	7%	8.1	18%
601698	中国卫通	19	-3%	3.7	11%	36.4	+3.0	26.1	+3.3	0.1	-38%	11.3	-19%
002151	北斗星通	28	11%	1.6	47%	28.8	+0.5	5.0	+1.5	10.9	26%	1.7	8%
300101	振芯科技	5	56%	1.2	145%	57.2	+1.4	24.6	+8.9	5.9	24%	0.7	69%
300427	红相股份	9	-10%	0.9	-61%	37.9	-9.7	8.7	-12.6	5.3	40%	2.7	361%
688568	中科星图	6	84%	0.5	71%	47.5	-6.6	11.2	+0.9	1.0	7%	0.6	-32%

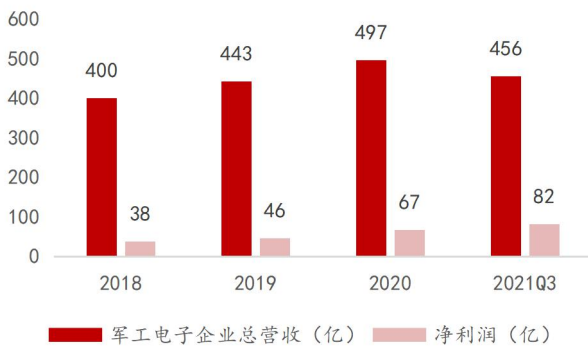
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.5. 军工电子：产业链最上游业绩高弹性，毛利/净利率显著双提升

毛利率/净利率显著提升，下游应用范围广具备高业绩弹性。军工电子相关子公司2021Q3实现营收456亿元（同比+34%），归母净利润82亿元（同比+71%），企业平均毛利率/净利率49%/24%（同比+1%/+3%），合同负债31亿（同比+98%），存货293亿（同比+34%）。

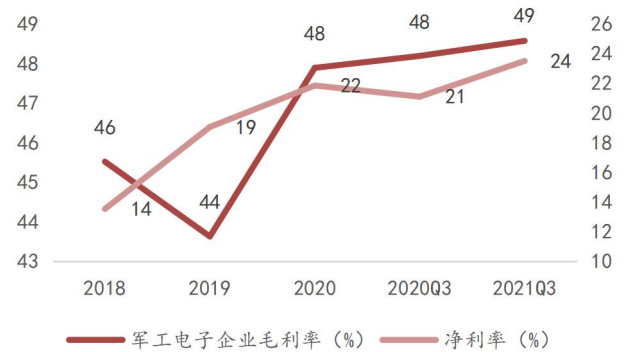
军工电子产品广泛应用于下游飞机、导弹、舰船、单兵终端、试验测试综合指挥系统等多个方面，“单品价值提升+下游型号增长+用量增加”，综合判断未来3年军工电子板块整体将保持较快增速，持续受益于军工信息化现代化建设发展。

图 23：军工电子企业 2021Q3 营收/净利润 456/82 亿



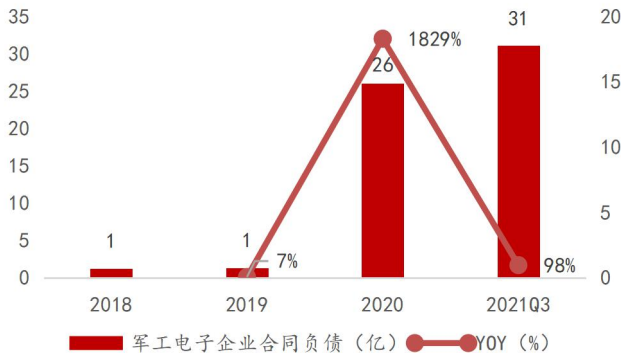
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：军工电子企业 2021Q3 毛利率/净利率 49%/24%



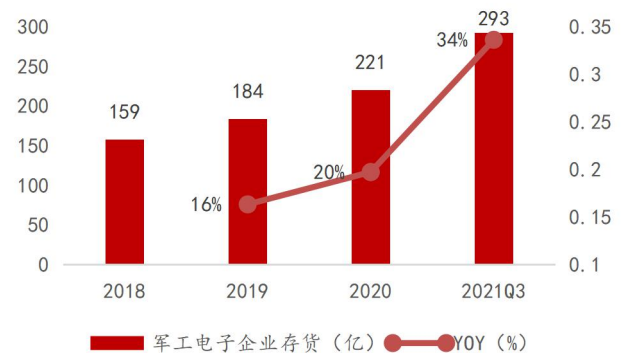
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：2021Q3 合同负债 31 亿，同比+98%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：2021Q3 存货 293 亿，同比+34%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 5：军工电子板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度（亿元,%）

代码	证券简称	营收	同比	归母净利润	同比	毛利率	同比	净利率	同比	存货	同比	合同负债	同比
603678	火炬电子	36	45%	7.8	84%	36.0	+4.6	22.3	+4.7	10.8	30%	0.0	-88%
603267	鸿远电子	19	65%	6.6	105%	53.1	+5.7	34.9	+6.9	3.6	50%	0.0	-21%
300123	亚光科技	11	-21%	0.1	-80%	32.6	+2.9	1.6	-2.8	11.4	3%	0.4	-
600879	航天电子	110	26%	4.3	25%	19.5	+1.2	4.1	0.0	141.6	17%	17.8	51%
300726	宏达电子	15	64%	6.4	90%	69.1	+1.3	45.3	+6.9	7.7	61%	0.1	-71%
000733	振华科技	42	38%	9.6	167%	58.3	+6.0	22.6	+11.1	16.1	76%	1.9	-
002179	中航光电	99	29%	16.2	48%	38.2	+2.7	17.5	+2.1	41.3	88%	5.5	320%
002977	火箭科技	3	90%	0.9	129%	48.8	-3.7	33.0	+5.6	0.8	194%	0.0	-
002025	航天电器	37	22%	3.9	28%	34.0	+0.1	12.2	+0.4	10.2	60%	0.9	131%

300474	景嘉微	8	74%	2.5	70%	63.2	-8.2	30.7	-0.8	3.8	81%	0.2	71%
688002	睿创微纳	12	12%	4.2	-9%	61.4	-1.9	35.0	-8.1	10.5	62%	0.8	-13%
300593	新雷能	10	80%	1.9	185%	49.7	+1.3	20.4	+6.4	6.4	54%	0.5	127%
301050	雷电微力	5	170%	1.8	136%	47.6	-12.0	32.7	-4.7	4.9	73%	0.2	-54%
688636	智明达	3	40%	0.7	51%	62.4	-1.6	24.8	+1.8	2.3	90%	0.0	-
000561	烽火电子	8	18%	0.1	7%	43.4	+2.3	-0.4	-0.3	9.5	13%	0.6	-
002049	紫光国微	38	63%	14.6	113%	59.9	+5.3	39.2	+9.5	12.0	40%	2.2	-

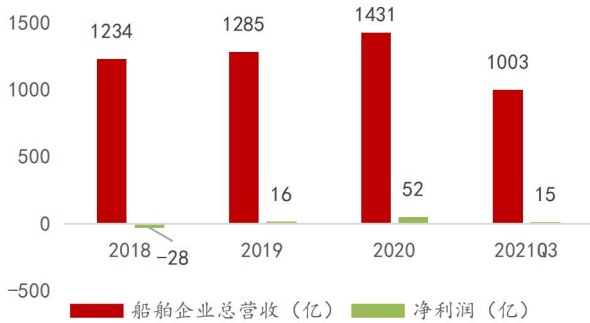
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.6. 船舶海洋: 民船复苏带动收入上涨

民船需求带动板块收入显著上涨, 后续关注航母等舰艇制造进度。船舶子行业 2021Q3 实现营收 1003 亿元 (同比+2%), 归母净利润 15 亿元 (同比-68%), 企业平均毛利率/净利率 19%/-11% (同比-1%/-20%), 合同负债 913 亿 (同比+49%), 存货 880 亿 (同比+77%)。

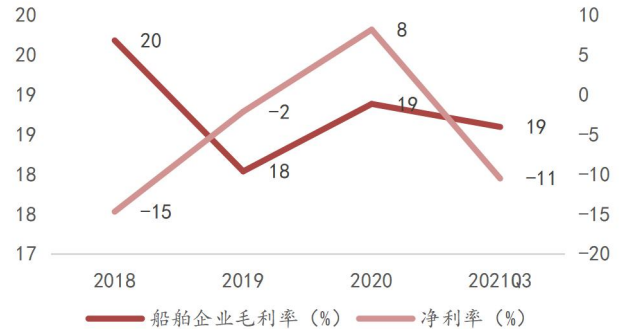
由于疫情导致的全球航运市场供需结构失衡, 今年民船集装箱船订单量大幅上涨, 考虑到船舶行业整体制造交付周期较长, 存货的增加同步印证了下游订单需求旺盛。后续随着“003”航母建成及其他驱逐舰、两栖舰艇的下水, 船舶板块值得持续跟踪关注。

图 27: 船舶企业 2021Q3 营收/净利润 1003/15 亿



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 28: 船舶企业 2021Q3 毛利率/净利率 19%/-11%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 29: 2021Q3 合同负债 913 亿, 同比+49%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 30: 2021Q3 存货 880 亿, 同比+77%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 6: 船舶板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)

代码	证券简称	营收	同比	归母净利润	同比	毛利率	同比	净利率	同比	存货	同比	合同负债	同比
601989	中国重工	248	0.3%	0.6	-149%	7.2	+0.3	0.1	+0.5	304.3	43%	341.1	54%
600482	中国动力	198	3%	5.2	-12%	12.3	-1.0	2.8	-0.4	118.8	17%	36.6	151%

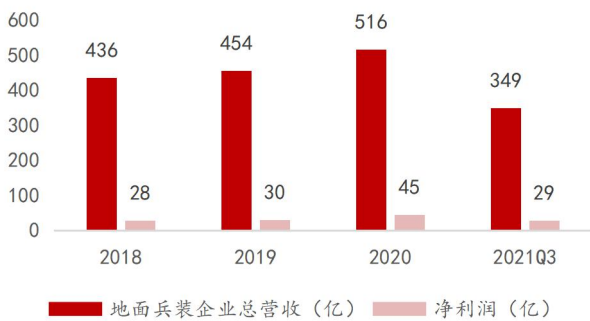
600685	中船防务	68	3%	0.1	-100%	9.3	+4.2	-0.3	-47.7	42.2	-1%	64.9	38%
600150	中国船舶	382	-0.1%	4.1	152%	10.2	+1.6	1.0	+1.3	349.4	335%	447.7	42%
600764	中国海防	30	7%	4.5	24%	34.1	+1.4	15.1	+2.1	20.2	28%	2.9	29%
300008	天海防务	9	112%	0.2	-51%	14.2	-9.4	2.3	-7.4	2.0	92%	1.6	1583%
300065	海兰信	6	18%	0.1	-74%	33.4	-3.5	0.8	-6.6	2.3	20%	1.1	87%
300600	国瑞科技	2	-57%	-2.6	-650%	28.8	-5.7	-155.2	-167.4	2.0	-25%	0.5	321%
300810	中科海讯	1	158%	0.1	-149%	64.4	-9.8	4.8	+28.7	1.4	19%	0.3	31%
600072	中船科技	19	77%	0.8	479%	14.2	-3.8	4.2	+3.7	12.5	-13%	8.7	-13%
600416	湘电股份	30	-20%	0.8	-17%	18.2	+5.3	3.6	+0.2	18.9	13%	6.3	-
601890	亚星锚链	10	20%	1.0	44%	22.4	-3.7	9.7	+1.5	7.5	18%	1.7	-17%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.7. 地面兵装: 寻找潜力个股

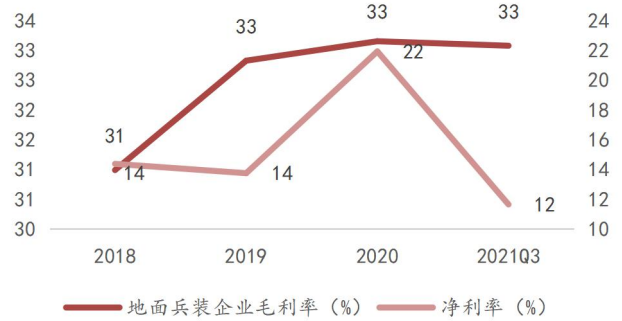
关注具备长期发展潜力个股。地面兵装板块 2021Q3 实现营收 349 亿元 (同比+22%), 归母净利润 29 亿元 (同比-2%), 平均毛利率/净利率 33%/12% (同比-1%/-14%), 合同负债 140 亿 (同比+64%), 2021Q3 存货 172 亿 (同比+6%)。建议关注基本面及订单情况良好, 已完成或计划推进股权激励公司, 利好公司业绩长期向上。

图 31: 地面兵装企业 2021Q3 营收/净利润 349/29 亿



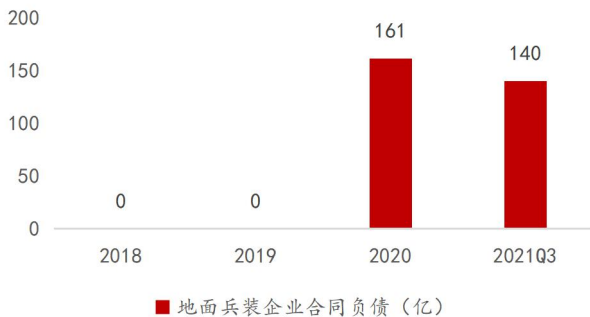
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 32: 地面兵装企业 2021Q3 毛利率/净利率 33%/12%



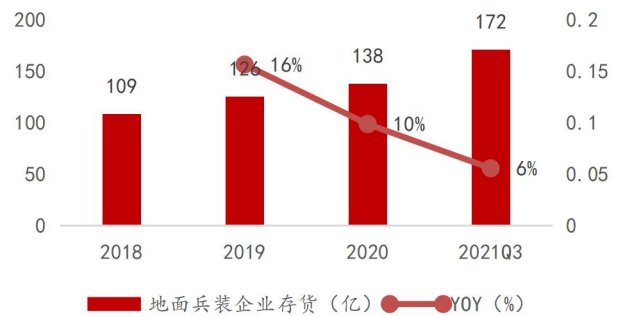
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 33: 2021Q3 合同负债 140 亿, 同比+64%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 34: 2021Q3 存货 172 亿, 同比+6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 7: 地面兵装板块 2021Q3 财务指标及同比 2020Q3 变动幅度 (亿元,%)

代码	证券简称	营收	同比	归母净	同比	毛利率	同比	净利率	同比	存货	同比	合同负债	同比
----	------	----	----	-----	----	-----	----	-----	----	----	----	------	----

利润													
000519	中兵红箭	48	24%	6.1	84%	24.8	+3.1	12.5	+4.1	14.5	-24%	5.3	28%
000547	航天发展	32	11%	4.5	8%	34.1	-0.5	15.0	-0.3	13.2	-2%	3.9	-8%
000576	甘化科工	5	56%	1.0	-87%	36.1	-6.8	22.3	-229.4	1.1	24%	0.1	232%
300527	中船应急	10	28%	0.1	-315%	22.0	+3.8	0.4	+1.1	4.0	-43%	1.8	-4%
300875	捷强装备	1	-27%	0.3	-54%	46.2	-15.0	24.7	-15.3	0.4	-1%	0.2	382%
300922	天泰装备	2	2%	0.6	32%	44.2	+3.2	36.6	+8.5	0.6	34%	0.0	0%
002683	宏大爆破	58	35%	3.4	25%	20.0	-1.6	8.3	+0.3	3.4	76%	0.9	12%
600435	北方导航	24	79%	0.9	1439%	22.6	-2.1	5.0	+2.4	11.7	14%	0.8	32%
600184	光电股份	16	45%	0.5	11%	14.8	-0.2	2.9	-0.9	7.8	7%	13.8	-
600562	国睿科技	24	-3%	2.6	2%	23.1	+2.0	11.1	+0.7	25.2	7%	9.1	20%
600967	内蒙一机	81	11%	5.2	11%	10.5	-0.7	6.4	+0.0	46.3	22%	97.5	66%
600990	四创电子	13	25%	-0.3	-55%	20.0	-1.2	-2.4	+4.5	20.6	11%	4.2	-15%
601606	长城军工	7	3%	-0.3	-2029%	27.1	+0.1	-3.7	-3.9	7.6	24%	1.3	-
688081	兴图新科	1	14%	-0.2	-1560%	57.6	-5.7	-29.9	-32.2	0.5	38%	0.1	262%
688511	天微电子	2	-10%	0.9	-1%	74.5	+4.5	52.3	+4.8	0.7	-	0.1	-
002111	威海广泰	23	28%	3.1	28%	33.8	-0.4	13.6	0.0	13.1	-10%	1.0	-58%
300722	新余国科	2	27%	0.5	98%	51.0	+5.6	22.8	+7.9	0.9	37%	0.3	64%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 投资建议

国防板块未来 5-10 年确定性高成长，当前为布局良机！（a）国防行业中长期逻辑坚实：“备战/2027/建设与第二大经济体相称的强大国防”是既定方向，不因短期扰动而改变。

（b）指数距历史新高有 70%空间：维持“国防板块将在波动中上涨，不缺热点事件/订单/业绩的催化，短期回调均提供买入机会”的判断。（c）保密属性赋予国防行业不断超预期可能：未来新型号、新作战体系披露、军品外贸或打开国防行业更大的成长空间。

首推主机，“营收增长+利润率提升”，主机业绩弹性大：此前国防工业体系核心矛盾主要为“先进型号有无问题”，研究院所任务重。当前阶段“先进型号大批量/高效/低成本放量”同等重要，主机厂提质增效是国家利益所向、未来经营效率将确定性提升，“大额预付/定价改革/股权激励/规模效应/小核心大协作过程中配套成本下降”等或为具体举措。

国防整机重点看好：1) 中航西飞：军民用大飞机龙头，高度战略稀缺性被低估；2) 航发动力：整机/维修双龙头，；3) 中航沈飞：歼击机龙头，或为最早放业绩主机；4) 洪都航空：导弹+教练机龙头，或为中期最具弹性品种。5) 中直股份：直升机龙头。6) 内蒙一机：陆军装备龙头，股权激励授予完成。

国防配套重点看好：中航重机、中航机电、中航光电、北摩高科、振华科技、鸿远电子、宏达电子、火炬电子、三角防务、航发控制、中航高科、西部超导、钢研高纳、航亚科技、盟生电子（联合）、盛路通信（联合）、景嘉微（联合）。

表 8：国防军工重点公司盈利预测与估值

子行业	代码	公司	市值 (亿元)	EPS			PE			PB	ROE (2020)	股价 (元)
				2020A	2021E	2022E	2020PE	2021PE	2022PE			
主机厂	600893	航发动力	1591	0.49	0.53	0.76	110	102	71	3.1	4%	54.12
	600760	中航沈飞	1480	1.06	1.00	1.30	65	69	53	9.6	16%	68.85
	600038	中直股份	374	1.29	1.60	2.05	46	37	29	3.4	9%	58.55
	768	中航西飞	871	0.28	0.35	0.44	106	86	68	4.6	5%	29.88
	600316	洪都航空	274	0.18	0.33	0.54	199	111	68	4.8	3%	36.73
	600967	内蒙一机	175	0.39	0.48	0.51	25	21	19	1.9	7%	9.84
零部件	002013	中航机电	599	0.29	0.37	0.48	49	39	30	3.0	9%	14.21
	688333	铂力特	173	1.08	0.85	2.45	203	257	89	8.9	8%	218.98
	002023	海特高新	92	0.04	1.11	0.09	304	11	144	2.3	1%	12.73
	600765	中航重机	410	0.37	0.59	0.80	94	59	44	2.5	5%	34.87
	300775	三角防务	248	0.41	0.90	1.29	113	51	36	8.0	11%	46.18
	2414	高德红外	523	0.63	0.63	0.84	37	37	28	12.5	25%	23.06
国防电子	002179	中航光电	1018	1.35	1.95	2.50	61	42	33	7.9	16%	82.15
	002025	航天电器	336	1.01	1.34	1.76	64	48	37	5.9	13%	64.70
	600562	国睿科技	186	0.38	0.47	0.57	38	31	25	4.2	15%	14.34
	600764	中国海防	204	1.07	1.20	1.59	25	22	17	2.9	14%	26.45
	600372	中航电子	346	0.35	0.43	0.53	49	40	32	2.8	7%	17.12
	603712	七一二	293	0.68	0.96	1.30	53	38	28	8.4	19%	36.17
	603678	火炬电子	350	1.35	2.14	2.88	56	35	26	6.6	17%	74.98
	002214	大立科技	116	0.86	0.74	1.03	22	26	18	7.7	30%	18.92
	000733	振华科技	565	1.18	2.30	3.18	89	46	33	4.2	11%	104.98
	600990	四创电子	75	1.07	1.26	1.46	41	35	30	2.6	7%	43.46
	300726	宏达电子	336	1.21	1.98	2.80	66	40	28	11.5	25%	79.33
	603267	鸿远电子	386	2.10	3.76	5.14	74	41	30	10.1	21%	155.81
	300474	景嘉微	433	0.69	1.13	1.72	186	113	74	8.9	8%	128.08
国防材料	300699	光威复材	372	1.24	1.57	1.98	51	40	32	8.7	19%	63.03
	600456	宝钛股份	233	0.84	1.22	1.55	57	40	31	4.5	9%	48.45
	600862	中航高科	493	0.31	0.50	0.69	99	61	45	8.3	10%	30.66
	300034	钢研高纳	203	0.44	0.63	0.85	89	63	46	5.4	9%	39.41
	688122	西部超导	350	0.84	1.35	1.77	91	57	43	8.4	14%	76.27
兵装	000519	中兵红箭	365	0.20	0.51	0.73	51	56	39	4.0	3%	26.22
	600435	北方导航	158	0.04	0.13	0.17	214	80	61	6.9	3%	10.60
	600967	内蒙一机	175	0.39	0.48	0.51	25	21	19	1.9	7%	9.84

注：市值截止 2021 年 11 月 2 日收盘；加深为已覆盖

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所

4. 风险提示

先进型号研制进展不及预期；装备采购量或交付确认节奏不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区太平金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>