

谨慎推荐（维持）

国防军工行业 2021 年三季报综述

风险评级：中风险

业绩增长延续，行业景气度持续提升

2021 年 11 月 8 日

投资要点：

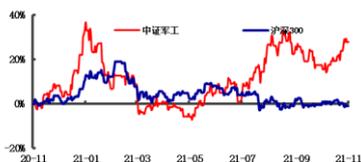
分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吕子炜
SAC 执业证书编号：
S0340120030035
电话：0769-23320059
邮箱：lvziwei@dgzq.com.cn

细分行业评级

航天装备	谨慎推荐
航空装备	谨慎推荐
地面兵装	谨慎推荐
航海装备	谨慎推荐
军工电子	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **军工板块三季报业绩增长明显。**截至10月30日，军工行业上市公司均已发布2021年三季报，选取军工行业111家上市公司作为样本，用整体法进行分析，已剔除非经常性损益较大的中船防务以及ST类公司。2021年前三季度，军工行业111家上市公司（以下简称军工行业）实现营业收入3,366.62亿元，同比增长15.52%；实现归母净利润243.50亿元，同比增长36.14%，军工行业前三季度业绩增长明显，收入景气度不断提升。分季度来看，军工行业21Q3实现营业收入1148.87亿元，同比增长7.24%，实现归母净利润77.56亿元，同比增长14.57%。
- **军工行业各板块业绩均实现正增长。**2021年前三季度军工行业5个子板块营收均实现正增长，其中，航天装备、航空装备、地面兵装、军工电子增长速度达到两位数，分别为14.29%、19.62%、23.02%、23.80%。分季度看，2021Q3航天装备、航空装备、地面兵装、军工电子板块营收实现正增长并且增速均达到两位数。从利润端看，2021年前三季度航天装备、航空装备、航海装备、军工电子板块归母净利润实现正增长，其中，航空装备和军工电子板块实现快速增长，增速分别为47.52%和44.86%。分季度看，2021Q3航空装备、航海装备、军工电子板块归母净利润实现正增长，其中，航空装备板块增速最快，达46.77%，军工电子板块次之，达23.03%。
- **存货与合同负债快速上行。**2021年前三季度军工行业5个子板块库存规模较期初均实现两位数的正增长，各板块主动补库存意愿强劲；其中，航空装备和航海装备板块增速最快，分别为24.21%和26.43%。2021年前三季度航天装备、航空装备、航海装备、军工电子板块合同负债较期初实现正增长，其中，航空装备板块增速最快，达206.87%，航空装备板块下游需求强劲，订单数量激增。
- **投资建议：**短期看，军工行业三季报业绩实现高增长，子板块中航空装备板块业绩略超市场预期，行业有望保持高景气。其次，近期周边地缘政治局势复杂程度有升级迹象，以及在《军队装备订购规定》等政策推动下，行业风险偏好可能进一步提升，但是后续应该会逐渐回到与基本面同步。中长期看，“十四五”期间，是确保2027年实现建军百年奋斗目标的关键期，军费投入有望保持稳定增长，有助于军工行业进入高速发展阶段，特别是装备采购方面。当前装备换代是军工行业一大主线，军工行业三季报业绩数据很好地反映了行业基本面向好；合同负债大幅提升，表明新增订单数大幅好转。军工行业基本面与估值有望进入持续上涨阶段。建议重点关注：中航沈飞（600760）、航发动力（600893）、三角防务（300775）、紫光国微（002049）、振华科技（000733）、中航高科

(600862)。

- **风险提示。**主机厂新增订单数量不及预期；成本费用率提升；成品率下降。

目 录

1. 军工行业业绩综述	4
2. 细分板块情况	7
2.1 军工行业各板块业绩均实现正增长	7
2.2 盈利能力不断提升	7
2.3 资产负债端指标存货与合同负债快速上行	8
3. 2021 年前三季度重点标的业绩数据亮眼，行业维持高景气	8
4. 投资建议	9
5. 风险提示	10

插图目录

图 1：军工行业近五年前三季度营收及增速（亿元，%）	4
图 2：军工行业近五年前三季度归母净利润及增速（亿元，%）	4
图 3：军工行业 2017Q3-2021Q3 营业收入及增速（亿元，%）	4
图 4：军工行业 2017Q3-2021Q3 归母净利润及增速（亿元，%）	4
图 5：军工行业近五年前三季度毛利率、净利率（%）	5
图 6：军工行业 2017Q3-2021Q3 毛利率、净利率（%）	5
图 7：军工行业近五年前三季度总资产及增速（亿元，%）	5
图 8：军工行业近五年前三季度资产负债率（%）	5
图 9：军工行业近五年前三季度度资产负债情况（亿元）	5
图 10：军工行业近五年前三季度度资产负债变动（%）	5
图 11：军工行业近五年前三季度期间费用率情况	6

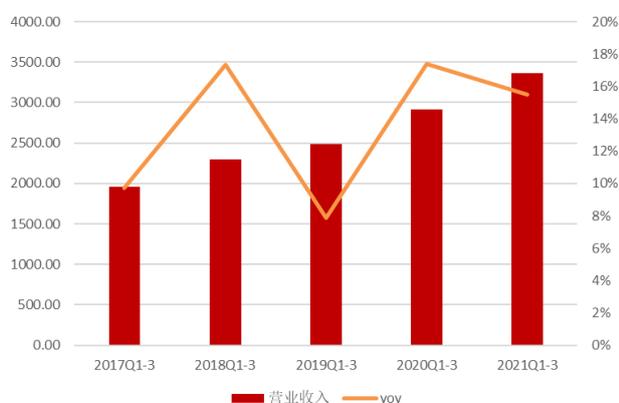
表格目录

表 1：军工行业各子板块业绩情况（亿元，%）	7
表 2：军工行业各子板块盈利能力情况（%，pct）	7
表 3：军工行业各子板块存货与合同负债情况（亿元，%）	8
表 4：2021 年前三季度军工行业重点标的业绩（亿元，%）	8
表 5：重点关注公司盈利预测及投资评级（截至 2021 年 11 月 5 日）	9

1. 军工行业业绩综述

军工板块三季度业绩增长明显。截至 10 月 30 日，军工行业上市公司均已发布 2021 年三季度报，选取军工行业 111 家上市公司作为样本，用整体法进行分析，已剔除非经常性损益较大的中船防务以及 ST 类公司。2021 年前三季度，军工行业 111 家上市公司（以下简称军工行业）实现营业收入 3,366.62 亿元，同比增长 15.52%；实现归母净利润 243.50 亿元，同比增长 36.14%，军工行业前三季度业绩增长明显，收入景气度不断提升。分季度来看，军工行业 21Q3 实现营业收入 1148.87 亿元，同比增长 7.24%，实现归母净利润 77.56 亿元，同比增长 14.57%。

图1：军工行业近五年前三季度营收及增速（亿元，%）



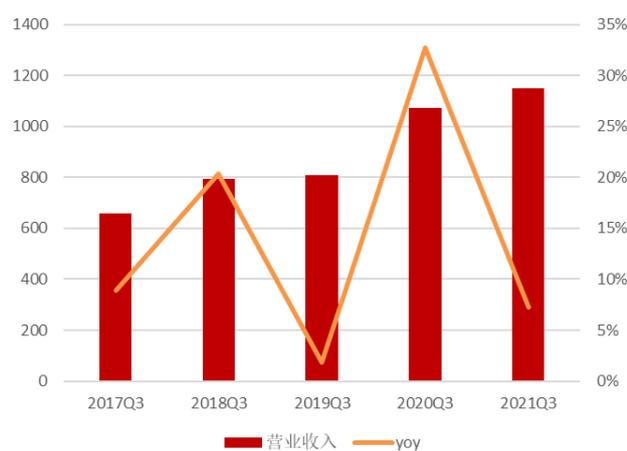
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图2：军工行业近五年前三季度归母净利润及增速（亿元，%）



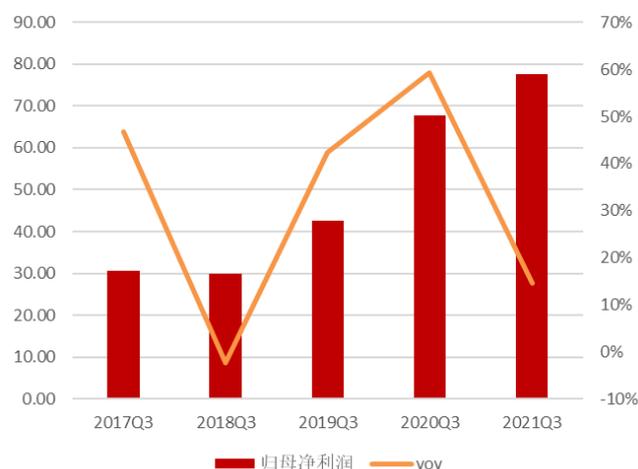
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图3：军工行业2017Q3-2021Q3营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图4：军工行业2017Q3-2021Q3归母净利润及增速（亿元，%）

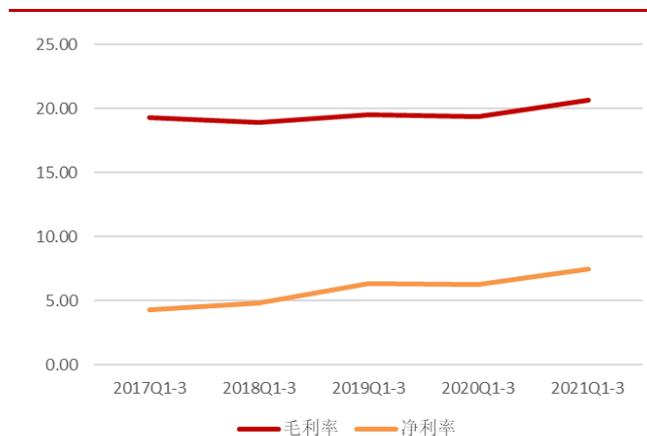


资料来源：Wind，东莞证券研究所

盈利能力方面，军工行业 2021 年前三季度销售毛利率为 20.64%，比上年同期提高 1.25 个百分点，销售净利率为 7.49%，相比上年提高 1.21 个百分点；分季度来看，军工行业 21Q3 销售毛利率为 19.96%，相比上年同期提高 0.16 个百分点，销售净利率为 7.04%，

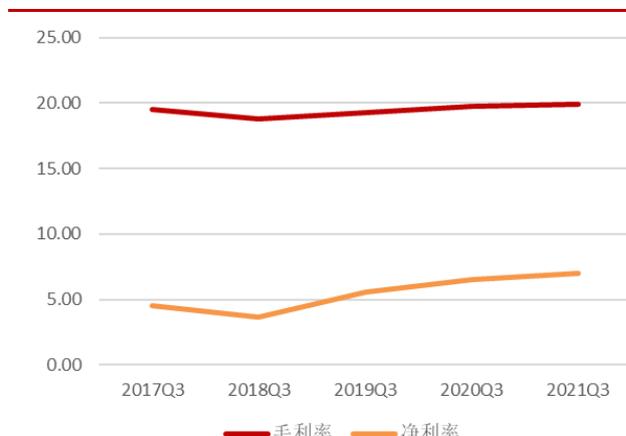
相比上年同期提高 0.51 个百分点。军工行业毛利率、净利率实现稳定增长，盈利能力不断提升。

图5：军工行业近五年前三季度毛利率、净利率 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

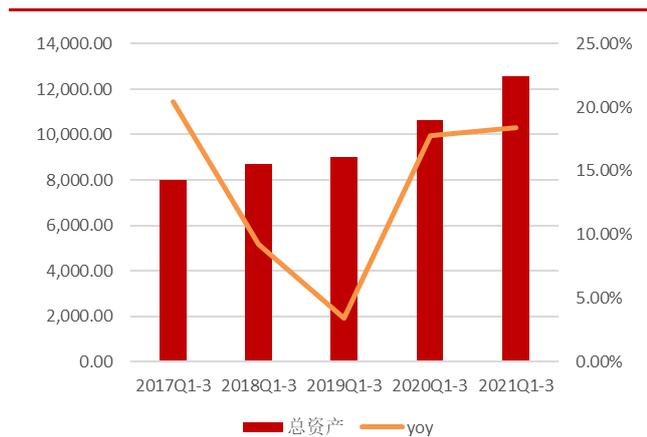
图6：军工行业2017Q3-2021Q3毛利率、净利率 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资产负债方面，军工行业 2021 年三季度总资产为 12,579.52，同比增长 18.41%；资产负债率为 51.38%，较去年同期+4.00pct。2021 年前三季度，军工行业应收账款 1989.78 亿元，同比增长 9.24%；存货为 2573.11 亿元，同比增长 32.92%；由于会计准则的调整，我们将预收账款和合同负债加总统计，预收账款+合同负债为 1850.25 亿元，同比增长 119.72%。军工行业存货与合同负债实现快速增长，预计订单高增情况下，对原材料采购速度有所提升，后续产品销量增加可期。

图7：军工行业近五年前三季度总资产及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图8：军工行业近五年前三季度资产负债率 (%)



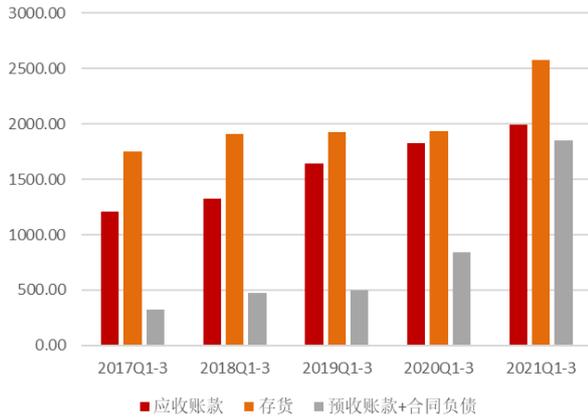
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图9：军工行业近五年前三季度度资产负债情况 (亿元)

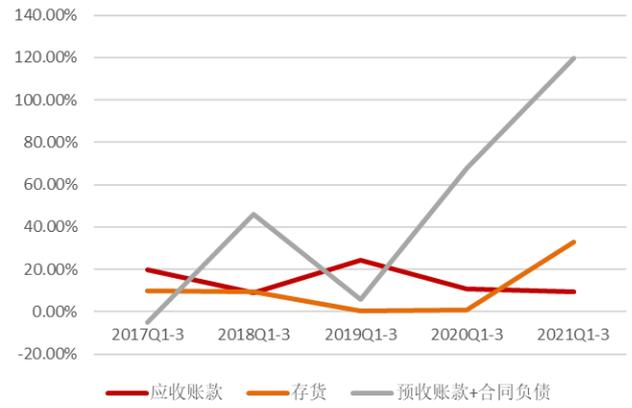


图10：军工行业近五年前三季度度资产负债变动 (%)





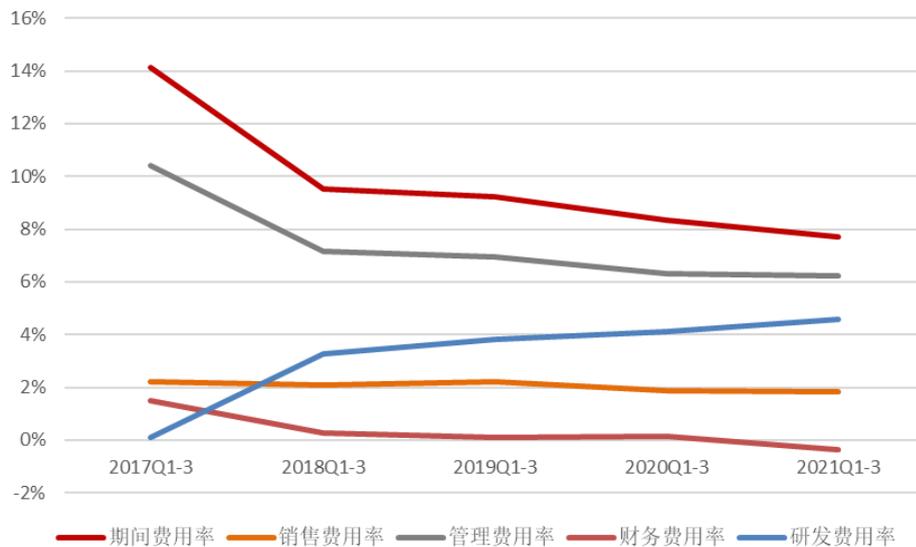
资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

期间费率逐年递减，研发投入不断提升。2021 前三季度，行业期间费用率为 7.70%，相较 2020 年前三季度-0.64pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.84%、6.23%、-0.37%，较 2020 年前三季度分别-0.06pct、-0.07pct、-0.51pct，较 2020 前三季度均有所下降。研发费用率为 4.56%，较 2020 年前三季度+0.43pct，保持稳定增长。军工行业在收入快速增长下销售费用率、管理费用率、财务费用率仍保持下降趋势，费用管理能力日渐提升；研发费用的不断投入有助于行业提升研发与创新能力。

图11：军工行业近五年前三季度期间费用率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

综上所述，2021 年前三季度，受益于装备换代加速，军工行业维持高景气，业绩基本复合预期。军工行业归母净利润增速明显高于营收增速，主要得益于行业整体盈利能力的提升，尤其是毛利率的提升，以及对成本费用的有效控制，销售费用率、管理费用率、财务费用率保持下降趋势。

2. 细分板块情况

按样本分类，我们将军工板块分为航空装备板块（40 家）、航天装备板块（7 家）、地面兵装板块（9 家）、船舶制造板块（11 家）、军工电子板块（43 家），使用整体法分析。

2.1 军工行业各板块业绩均实现正增长

营收方面，2021 年前三季度军工行业 5 个子板块营收均实现正增长，其中，航天装备、航空装备、地面兵装、军工电子增长速度达到两位数，分别为 14.29%、19.62%、23.02%、23.80%。分季度看，2021Q3 航天装备、航空装备、地面兵装、军工电子板块营收实现正增长并且增速均达到两位数。

从利润端看，2021 年前三季度航天装备、航空装备、航海装备、军工电子板块归母净利润实现正增长，其中，航空装备和军工电子板块实现快速增长，增速分别为 47.52%和 44.86%。分季度看，2021Q3 航空装备、航海装备、军工电子板块归母净利润实现正增长，其中，航空装备板块增速最快，达 46.77%，军工电子板块次之，达 23.03%。

表 1：军工行业各子板块业绩情况（亿元，%）

	2021Q1-Q3				2021Q3			
	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	营业收入	yoy	归母净利润	yoy
航天装备	192.15	14.29%	11.98	9.31%	67.15	10.57%	3.13	-30.91%
航空装备	1,383.59	19.62%	100.02	47.52%	502.64	13.42%	34.30	46.77%
地面兵装	194.75	23.02%	14.27	-16.21%	65.26	17.52%	4.65	-56.26%
航海装备	909.16	3.49%	14.10	16.63%	290.34	-7.62%	3.14	2.61%
军工电子	683.40	23.80%	102.98	44.86%	222.39	12.67%	32.32	23.03%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 盈利能力不断提升

2021 年前三季度航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售毛利率分别为 21.10% (+0.89pct)、18.01% (+0.46pct)、18.23% (+0.52pct)、11.23% (+0.60pct)、39.09% (+1.63pct)，其中，销售毛利率最高且正向同比变动最大的是军工电子板块。分季度看，2021Q3 航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售毛利率分别为 20.91% (+0.16pct)、17.41% (-0.67)、18.44% (+0.28)、10.57% (-1.34)、38.15% (-1.17)。

2021 年前三季度航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售净利率分别为 7.13% (-0.44pct)、7.51% (+1.43pct)、7.52% (-3.48pct)、1.50% (+0.42pct)、15.52% (+2.27pct)，其中，销售净利率最高且正向同比变动最大的是军工电子板块。分季度看，2021Q3 航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子板块销售毛利率分别为 7.04% (+0.51pct)、5.52% (-3.12)、7.13% (+1.62)、7.33% (-12.14)、1.14% (+0.44)，其中，航海装备板块单季销售净利率同比下降幅度较大。

表 2：军工行业各子板块盈利能力情况（%， pct）

	2021Q1-Q3	2021Q3

	毛利率	同比变动	净利率	同比变动	毛利率	同比变动	净利率	同比变动
航天装备	21.10%	+0.89	7.13%	-0.44	20.91%	+0.16	7.04%	+0.51
航空装备	18.01%	+0.46	7.51%	+1.43	17.41%	-0.67	5.52%	-3.12
地面兵装	18.23%	+0.52	7.52%	-3.48	18.44%	+0.28	7.13%	+1.62
航海装备	11.23%	+0.60	1.50%	+0.42	10.57%	-1.34	7.33%	-12.14
军工电子	39.09%	+1.63	15.52%	+2.27	38.15%	-1.17	1.14%	+0.44

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 资产负债端指标存货与合同负债快速上行

存货方面：2021 年前三季度军工行业 5 个子板块库存规模较期初均实现两位数的正增长，各板块主动补库存意愿强劲；其中，航空装备和航海装备板块增速最快，分别为 24.21% 和 26.43%。

合同负债方面：2021 年前三季度航天装备、航空装备、航海装备、军工电子板块合同负债较期初实现正增长，其中，航空装备板块增速最快，达 206.87%，航空装备板块下游需求强劲，订单数量激增。

表 3：军工行业各子板块存货与合同负债情况（亿元，%）

	2020 年				2021Q1-Q3			
	存货	yoy	合同负债	yoy	存货	较期初变动	合同负债	较期初变动
航天装备	2,162.25	21.70%	37.72	9.56%	2,573.11	19.00%	40.81	8.19%
航空装备	150.70	8.54%	245.55	18.27%	187.19	24.21%	753.52	206.87%
地面兵装	918.63	6.74%	141.99	35.42%	1,087.95	18.43%	120.99	-14.79%
航海装备	74.34	1.67%	792.53	245.63%	93.99	26.43%	865.18	9.17%
军工电子	724.20	50.44%	56.31	48.77%	822.18	13.53%	69.03	22.59%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3. 2021 年前三季度重点标的业绩数据亮眼，行业维持高景气

2021 年前三季度，军工行业业绩表现亮眼，行业景气度不断提升。以下是选出的重点关注标的公司，营收增速前三名是中航机电（+90.14%）、紫光国微（+63.33%）、中航机电（+39.19%）。归母净利润方面，增速前三名是振华科技（+166.56%）、中航重机（126.72%）、三角防务（120.38%）。盈利能力方面，销售毛利率前三名是紫光国微（59.87%，+1.16pct）、振华科技（58.25%，+5.31pct）、三角防务（47.23%，+2.68pct）。合同负债方面，较期初变动幅度前三的是中航重机（1046.59%）、航发动力（718.32%）、中航沈飞（558.90%）。

表 4：2021 年前三季度军工行业重点标的业绩（亿元，%）

公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	毛利率	同比变动	合同负债	较期初变动
中航沈飞	249.17	31.76%	14.54	25.24%	9.82%	0.54%	311.62	558.90%
中直股份	141.94	16.47%	6.19	26.21%	11.94%	0.88%	22.80	-56.04%
航天彩虹	16.70	-13.12%	0.86	-4.51%	24.85%	2.03%	0.78	-23.81%

航发动力	183.43	18.59%	7.83	23.58%	14.44%	-1.32%	229.58	718.32%
三角防务	7.66	90.14%	2.76	120.38%	47.23%	2.68%	0.02	16.89%
中航光电	98.77	28.83%	16.23	47.66%	38.21%	2.74%	5.49	84.46%
中航机电	115.58	39.19%	8.88	42.42%	21.90%	-1.46%	17.36	446.03%
中航重机	65.22	24.36%	6.09	126.72%	29.18%	2.31%	7.49	1046.59%
航天电子	110.06	26.28%	4.30	25.32%	19.54%	0.34%	17.85	0.19%
紫光国微	37.90	63.33%	14.57	112.90%	59.87%	1.16%	2.23	47.48%
振华科技	42.48	38.32%	9.56	166.56%	58.25%	5.31%	1.91	460.20%
中航高科	28.50	21.95%	5.68	41.85%	32.85%	6.01%	3.86	250.11%
抚顺特钢	55.69	18.11%	6.85	69.39%	21.64%	2.37%	3.26	35.15%
西部超导	20.91	37.70%	5.38	97.86%	43.29%	2.03%	2.41	38.14%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

4. 投资建议

维持对国防军工行业谨慎推荐评级。短期看, 军工行业三季报业绩实现高增长, 子板块中航空装备板块业绩略超市场预期, 行业有望保持高景气。其次, 近期周边地缘政治局势复杂程度有升级迹象, 以及在《军队装备订购规定》等政策推动下, 行业风险偏好可能进一步提升, 但是后续应该会逐渐回到与基本面同步。

中长期看,“十四五”期间, 是确保 2027 年实现建军百年奋斗目标的关键期, 军费投入有望保持稳定增长, 有助于军工行业进入高速发展阶段, 特别是装备采购方面。当前装备换代是军工行业一大主线, 军工行业三季报业绩数据很好地反映了行业基本面向好; 合同负债大幅提升, 表明新增订单数大幅好转。军工行业基本面与估值有望进入持续上涨阶段。

建议重点关注:

航空装备板块: 中航沈飞 (600760)、航发动力 (600893);

中游配套: 三角防务 (300775);

军工电子: 紫光国微 (002049)、振华科技 (000733);

上游原材料: 中航高科 (600862)。

表 5: 重点关注公司盈利预测及投资评级 (截至2021年11月5日)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600760	中航沈飞	75.60	1.06	1.01	1.31	71.32	74.85	57.71	谨慎推荐	维持
600893	航发动力	58.67	0.43	0.57	0.74	136.44	102.93	79.28	谨慎推荐	首次
300775	三角防务	50.06	0.41	0.90	1.29	122.10	55.62	38.81	谨慎推荐	首次
002049	紫光国微	216.66	1.33	2.86	4.20	163.04	75.76	51.59	谨慎推荐	首次
000733	振华科技	111.06	1.18	2.42	3.38	94.41	45.89	32.86	谨慎推荐	首次
600862	中航高科	35.43	0.31	0.51	0.70	114.29	69.47	50.61	谨慎推荐	首次

资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：2021 年、2022 年预测 EPS 采用 Wind 一致预期

5. 风险提示

主机厂新增订单数量不及预期；成本费用率提升；成品率下降。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn