

2022年11月11日

国防军工

军工行业 2022 年三季报综述：

军工行业基金持仓比例创近三年新高，产业链景气度持续验证

■行业整体增长较好，行业增速排名居前。我们调整后得到的 109 家公司组成的军工行业在 A 股 30 个行业中，收入增速排名第 7，归母净利润增速排名第 8，均处于行业领先地位。在 2021 年行业受疫情影响较小、基数较大的情况下，继 2021 年年报和 2022H1 财报数据持续反映军工产业链各环节高景气度后，2022Q3 行业营收和利润增速均实现较高增长，再次验证我们对军工行业高景气度的判断。随着十四五期间军工行业景气度持续向好，预计未来三年军工行业高速增长的确信性大，相对其他行业具有比较优势。“十四五”期间伴随下游航空航天重点型号的批产交付，需求端有望保持高速增长，产业链各环节龙头公司亦将持续受益。

■公募基金 2022Q3 军工持股比例环比上升 1.05pcts，创近三年新高。2022Q3 公募基金重仓持股中军工持股总市值 1306.72 亿元，持仓比例为 5.29%，环比上升 1.05pcts，创近三年新高；剔除军工行业被动基金后，重仓持股中军工持股市值为 788.18 亿元，持股比例为 4.55%，环比上升 0.85pcts，反映公募基金主动配置军工行业个股的意愿较强。Q3 重仓持仓前十占比 69.04%（Q2 重仓持仓前十占比 64.48%），Q3 持仓前二十占比 87.48%（Q2 持仓前二十占比 86.66%），持股集中度均有提升。2022Q3 重仓持仓前十个股为紫光国微、振华科技、中航光电、西部超导、中航沈飞、中航重机、菲利华、光威复材、航发动力、航天电器，航空板块成为重点配置；2022Q3 相比较 2022Q2 抚顺特钢、中航高科、中航机电出列，菲利华、光威复材、航天电器入列。2022Q3 加仓前十分别为紫光国微、中航重机、光威复材、航发控制、菲利华、钢研高纳、西部超导、振芯科技、中航沈飞、航天电器。2022Q3 减仓前十分别为抚顺特钢、中航机电、爱乐达、中航西飞、航天发展、宝钛股份、中航高科、三角防务、七一二、华测导航。从历史情况看军工持仓比例上升空间仍较大，在行业基本面逐步兑现情况下，预计会有不断的资金关注并配置军工板块。此外，以军工 ETF 及融资融券资金为例的被动资金及杠杆资金配置军工较 2022Q2 出现下滑，经过 2022Q3 波动后开始回升，预计后续不排除有进一步增加的可能。

■利润表：2022 年前三季度，军工行业 109 家上市公司合计实现营收（2910.03 亿，同比增长 12.20%），归母净利润（291.89 亿，同比增长 11.03%）。其中新材料、航天、航空板块营收增速均高于行业，分别达

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
%			
相对收益	9.36	3.59	8.26
绝对收益	8.24	-8.52	-16.50

张宝涵

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

宋子豪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080004
songzh@essence.com.cn

相关报告

【安信军工】安信军工周观察：梦天实验舱成功发射并与空间站完成对接，国防部回应美《2022 年国家防务战略报告》 2022-11-06

新时代开启无人装备新篇章——系列报告一：无人机专题 2022-11-06

【安信军工】安信军工周观察：习主席出席军队领导干部会议，国防部表态坚决反对美台军事联系 2022-10-30

【安信军工】安信军工周观察：全军深入学习贯彻党的二十大报告，加快把人民军队建成世界一流军队 2022-10-24

【安信军工】安信军工周观察：二十大提出实现建军百年目标愿景，航天强国建设任务稳步推进 2022-10-16

到 17.54%、14.51%、13.42%，信息化板块营收增速为 4.86%；新材料、航天、航空板块归母近利润增速均高于行业，分别达到 16.77%、16.38%、14.37%，信息化板块归母净利润增速为 3.78%；综合来看，2022Q3 军工板块业绩在 2021Q3 基数较大的基础上仍保持较快增长。我们认为，2022Q3 财报数据进一步验证了军工行业高景气度，业绩增速保持高速增长，预计在“十四五”期间，在军费稳定增长及加强实战化训练的大背景下，行业需求端有所保证，基本面趋势将持续向好，军工行业有望保持高速和高质量发展。

提质增效成果显现，期间费用率降低。2022 年三季度航空板块毛利率 18.04%，同比下跌 0.29pcts，其中航空主机厂毛利率同比下跌 0.61pcts 至 30.24%，主要系航发动力、航天彩虹、中直股份由于产品结构调整等原因所致。航空板块期间费用控制良好，在研发费用率提升 0.33pcts 的情况下，由于销售费用率、管理费用率和财务费用率都有所改善，期间费用率下降 0.64pcts，因此航空板块净利润率由 21Q3 的 7.36% 上升至 7.42%。近年来，航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”，大力控成本、降费用、压支出，取得了较为明显的效果，我们认为，随着国企改革方案的逐步落地，企业提质增效不断深化和持续，航空板块公司盈利水平有望得到进一步提升。

■**资产负债表重点关注预收账款和合同负债（体现在手订单情况）、存货（原材料科目的变化或反映中长期增长）等科目季节性变化。**从 2022Q3 数据可看出：1) 军工行业 2022Q3 预收账款与合同负债合计较期初减少了 11.24%，除新材料板块较期初增长 0.94%外，航空、航天及信息化板块均有不同程度的减少，或与均衡生产，交付确认及节奏变化有关；2) 军工行业存货较期初增长 18.54%，其中航空、航天、信息化、新材料板块存货分别增长 20.39%、14.11%、17.92%、14.66%；反映出板块公司正在备货加快生产，生产任务紧张；3) 军工行业在建工程较期初增加 16.28%，其中信息化和新材料板块较期初增加 21.86%、52.31%，反映行业内公司正在积极扩产，彰显下游景气度。综合来看三季报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好，我们预计 2022 年全年行业需求端保持旺盛，资产负债表相关科目变化或将持续体现。

■**现金流量表：军工回款多集中于四季度，三季度现金流同比下降。**2022 前三季度军工行业经营性现金流净额为-250.34 亿元，较去年同期下滑较多，主要系去年同期主机厂等公司均收到大额预付款，现金流首次为正，基数较大所致。军工行业由于采购主要集中于上半年而回款主要集中于四季度。从各板块看，22Q3 航天（-340.94%）和航空板块（-202.76%）板块同比出现较大下滑，其余板块相对平稳。我们认为随着行业预付款模式的逐步推广，行业整体经营性现金流情况有望持续改善。

■ **外部环境与内部改革双重驱动，十四五有望维持高增速。**当前外部环境和内部改革驱动行业前行，十四五可能突破过去前低后高的五年规律，呈现加速增长格局，预计22-23年增速仍有望维持在20%以上的高水平，十四五有望维持高增速，其主要逻辑如下：

1) **周边局势紧张成为新常态，强军百年奋斗目标下武器装备建设十四五迎来大发展。**美在南海动作不断，台独势力频频挑衅，十四五中国将加快国防和军队现代化，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。

2) **持续稳定的军费是行业增长关键因素，尤其关注武器装备提升背景下海、空、火箭军等重点投入方向。**2022年国防预算增速为7.1%，合理且稳定上涨，此外市场上存在较多其他类资金，多投入于供给侧的制造阶段，持续的资金投入是军工行业增长的首要关键因素。此外更应当关注武器装备的重点投入方向，我国军费开支倾向用于更新武器装备，同时提出重点投入方向包括海、空、火箭军等。

3) **主战装备列装趋势加快，带动产业链景气度不断上行。**我国目前武器装备结构为“五代为牵引、四代为骨干、三代为主体”，当前以“20”系列为代表的航空装备都处于快速批产上量阶段，主机厂需求饱满，且考虑航空装备产业链完整，预计下游主机厂的交付上量将带动产业链不断向上发展。

4) **军工体制改革提升企业经营效率。**随着改革推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，可能带来行业盈利水平的提升。

5) **军改影响基本消除，留存资金较多未来增长加速。**2021作为十四五开局之年，军改影响已基本消除，且考虑留存资金较多，反而在十三五收官时有补偿性采购。我们预计未来业绩同比增长相对加快。

■ **多数标的估值已回归至合理范围，且估值与业绩增速仍相匹配。**以2022年11月04日股价为基准，军工板块（安信军工股票池）目前动态PE在70倍，对应22年估值约为44倍，其中主机厂权重较大估值相对较高，基本在50倍以上，剔除主机厂后板块估值约为41倍，部分高景气公司市盈率甚至在25倍左右，我们预计行业2022-2023年业绩都将有望在行业高景气度下实现20%以上的增长，当前多数业绩增速较快的标的估值已回归至合理，实现了估值与业绩增长相匹配。其中，主机厂标的受益“十四五”航空航天装备景气度上行，长期空间有望打开，享有高端装备制造估值；国企零部件业绩复合增速预计将维持在20%以上，且仍然存在盈利能力提升和治理改善的预期，业绩和估值有望双升；新材料标的中以高温合金、钛合金、碳纤维复材标的为主，受益武器装备放量+单机用量提升以及国产化率提升三重驱动，典型公司未来3年或维持30%左右，当前估值仍处于合理偏低位置，未

来成长性突出；信息化标的具备一定TMT属性，整体估值水平较高，但细分方向较多，且各有分化，如元器件及红外芯片等方向业绩增长确定性高，且部分公司预计2022年有望保持高增速并享有估值溢价；民参军多采用分部估值，或具备一定弹性空间。

■投资主线：航空、航天、信息化和新材料等方向。

强军百年奋斗目标重大提出，武器装备建设驶入快车道，十四五期间行业业绩确定性高，产业链各环节亦将持续受益，建议关注航空、航天、信息化和新材料四条主线，选择报表端可不断反映自身增长的同时还可印证行业景气度，且估值与业绩增长相匹配的优质标的。

1) **航空装备**：我军正处于军队建设期，而我国军机在数量与结构上相较国外军事发达国家仍有一定差距，随着我国国防武器装备需求不断提升、研制周期加快，部队训练力度加大，军机新型号有望加速列装。前期多家公司披露大额合同负债或将进一步改善产业链现金流，促进产品生产交付。我们认为航空装备在十四五期间将呈现高景气，带动产业链业绩提升，此外军品定价机制改革及股权激励方案的增加也将推动行业利润水平提升。建议关注：【中航沈飞】、【中航西飞】、【航发动力】、【中航机电】、【江航装备】、【中航光电】、【中航重机】、【派克新材】、【航宇科技】、【迈信林】。

2) **航天装备**：导弹武器装备方面，导弹行业主要驱动因素主要来自：一是迭代期、二是战略储备需求增加、三是实战化训练带动。导弹领域十四五期间可能是最具有弹性的细分领域，将带来相关上市公司较快的业绩增厚，关注导弹板块的整体性机会，重点关注业绩弹性大、导弹业务占比高的标的。建议关注：【航天电器】、【新雷能】、【广东宏大】。

卫星互联网方面，北斗导航领域：北斗卫星导航产业链在2021年同比增速开始增长，预计2022、2023年仍将保持较高增速，在北斗导航产业链中北斗导航芯片、北斗导航终端需求增速较高；卫星互联网领域：中国卫星网络集团有望成为国内卫星互联网的主力军，目前虽然国内卫星互联网还在发展初期，但卫星互联网仍将成为6G移动通信的重要发展方向。建议关注：【振芯科技】、【盟升电子】。

3) **信息化板块**：因国产化进程、军队现代化建设、新型号更新速度加快等因素，自2018年以来持续超越行业增长，关注军工半导体、上游电子元器件、雷达及电子对抗、通信导航遥感等方向，部分公司业绩已率先进入高速成长阶段，预计2022年仍将继续保持。建议关注：【振华科技】、【紫光国微】、【鸿远电子】、【智明达】。

4) **新材料板块**：建议重点关注高温合金、钛合金及碳纤维复合材料方向。军用新材料技术已基本实现自主可控并代表国内领先水平，且型

号认证的双/多流水体制等使得供应商有限，供给端竞争格局较好，需求端由于主战机型及配套发动机放量且新材料应用占比不断提升以及主机厂外协比例提升、国产替代等因素，预计行业未来增长确定性较高，且需求上量后规模效应将不断显现，带动单位成本不断下降，因此行业毛利率或仍有提升空间并逐步兑现至利润，并具有向民用市场急需开拓的可能性，长期成长性较好。建议关注：【中简科技】、【抚顺特钢】、【钢研高纳】、【西部超导】、【中兵红箭】、【光威复材】。

■**风险提示：**武器装备列装/换装不及预期；价格端压力影响盈利表现；疫情反复影响生产交付进程。

内容目录

1. 行情回顾及机构配置	9
1.1. 行情回顾：2022 年三季度单季军工全行业涨幅排名第 7 位.....	9
1.2. 基金持仓分析：公募基金 2022Q3 军工持股比例环比上升 1.05pcts，创近三年新高.....	11
1.3. 2022Q3 军工行业持股集中度进一步提升，民参军配置环比增加 0.89pcts.....	11
2. 利润表：行业整体增长较好，行业增速排名居前	15
2.1. 行业整体增长较好，行业增速排名居前.....	15
2.2. 航空：业绩稳定释放，产业链整体实现较高增长.....	17
2.3. 航天：净利率小幅上升，研发投入持续加大.....	19
2.4. 信息化：毛利率波动，研发力度不断加强.....	20
2.5. 新材料：规模效应促进盈利提升，子行业保持高速增长.....	21
3. 资产负债表：行业基本面持续改善，预计 2022 年全年保持需求景气	22
3.1. 预收账款和合同负债：新材料板块小幅增长，其他板块或因均衡生产有所下滑.....	23
3.2. 存货：存货增长，或反映行业中长期增长预期.....	24
3.3. 在建工程：企业处于扩产期，上游信息化和新材料板块快速增长.....	24
4. 现金流量表：军工回款多集中于四季度，三季度现金流同比下降	25
5. 行业观点	26
5.1. 军工行业整体增长较好，行业景气度持续兑现.....	26
5.2. 公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，重仓持股主要集中于航空产业链.....	27
5.3. 估值与业绩匹配，预计市场对优秀公司估值认可度或将持续提升.....	27
6. “十四五”期间需求端有望保持稳健增长，预计高景气赛道增速将达 30%左右	28
7. 投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向	32
8. 重点公司三季报点评	33
8.1. 中航沈飞：2022 年前三季度业绩稳健增长，在手订单稳步交付.....	33
8.2. 中航西飞：2022 年前三季度合同负债增长 338.71%，下游需求景气持续.....	34
8.3. 中航重机：前三季度归母净利润同比+50.46%，盈利能力稳步提升.....	35
8.4. 中航机电：2022 年前三季度归母净利润增长 16.74%，盈利能力提升.....	36
8.5. 中航电子：2022 年前三季度归母净利润增长 20.85%，打造航电系统旗舰平台.....	37
8.6. 江航装备：2022 前三季度收入同比增长 22%，研发投入持续加码.....	38
8.7. 派克新材：前三季度归母净利润同比+64.51%，资产负债表彰显需求高景气.....	39
8.8. 航宇科技：2022 前三季度归母净利润+47.65%，现金流未来有望显著改善.....	40
8.9. 豪能股份：2022 三季度归母净利环比增长 33%，航空业务产能释放未来可期.....	41
8.10. 航天电器：三季度公司业绩稳步增长，有望持续受益于行业高景气度.....	42
8.11. 广东宏大：2022 年前三季度归母净利润同比增长 15.26%，资产负债表彰显需求景气.....	42
8.12. 新雷能：前三季度归母净利润同比+46.65%，产能扩张助力业绩增长.....	44
8.13. 紫光国微：2022Q3 营收净利创单季新高，研发投入持续加码.....	45
8.14. 振华科技：2022 前三季度归母净利润同比增长 95%，盈利能力持续增强.....	46
8.15. 火炬电子：2022 年前三季度公司自产元器件板块维持增长，毛利率提升.....	47
8.16. 鸿远电子：2022 年前三季度合同负债增长 64.3%，苏州项目核心产品进入量产爬坡阶段.....	48
8.17. 振芯科技：公司业绩继续保持高增长，未来北斗三代有望逐步放量.....	49
8.18. 国泰集团：前三季度归母净利润+30.01%，盈利能力同比改善.....	50
8.19. 西部超导：2022 前三季度归母净利增长 59.57%，规模效应带动盈利能力提升.....	51

8.20. 中航高科：前三季度归母净利润增加18%，盈利能力环比提升	52
8.21. 中复神鹰：前三季度归母净利润同比+112.09%，盈利能力持续提升.....	53
8.22. 光威复材：前三季度归母净利润+21.36%，产能建设有序推进	54
8.23. 中简科技：前三季度归母净利润同比+120.84%，股权激励助力长远发展	55

图表目录

图 1：2022 前三季度中证军工指数区间涨跌幅（2022/1/1-2022/9/30）	9
图 2：2022Q3 中证军工指数区间涨跌幅（2022/7/1-2022/9/30）	9
图 3：2022 年 10 月中证军工指数区间涨跌幅（2022/10/1-2022/10/31）	10
图 4：军工行业公募基金重仓持股统计.....	11
图 5：2022Q3 军工行业基金重仓持股集中度.....	12
图 6：2022Q3 基金军工重仓持仓结构.....	12
图 7：2022Q3 军工行业营收增速排名第 7 位（%）	15
图 8：2022Q3 年军工行业归母净利增速排名第 8 位（%）	15
图 9：军工行业近五年营收及增速（亿元，%）	16
图 10：军工行业近五年净利润及增速（亿元，%）	16
图 11：军工行业近五年毛利率及净利率.....	17
图 12：军工行业近五年期间费用率.....	17
图 13：军工行业国企、民企近五年毛利率.....	17
图 14：军工行业国企、民企近五年净利率.....	17
图 15：航空板块近五年营收及同比增速（亿元）	18
图 16：航空板块近五年归母净利及同比增速（亿元）	18
图 17：航空主机厂近年营收及同比增速（亿元）	18
图 18：航空主机厂近五年归母净利及同比增速（亿元）	18
图 19：航空板块近五年毛利率及净利率.....	19
图 20：航空板块近五年期间费用率.....	19
图 21：航空主机厂近五年毛利率及净利率.....	19
图 22：航空主机厂近五年期间费用率.....	19
图 23：航天板块近五年营收及同比增速（亿元）	20
图 24：航天板块近五年归母净利及营收增速（亿元）	20
图 25：航天板块近五年毛利率及净利率.....	20
图 26：航天板块近五年期间费用率.....	20
图 27：信息化近五年营收情况（亿元）	21
图 28：信息化板块近五年归母净利润情况（亿元）	21
图 29：信息化板块近五年毛利率净利率情况.....	21
图 30：信息化板块近五年费用率情况.....	21
图 31：新材料板块历年收入情况（亿元）	22
图 32：新材料板块历年归母净利润情况（亿元）	22
图 33：新材料板块近五年毛利率净利率.....	22
图 34：新材料板块近五年期间费用.....	22
图 35：军工国企历年现金流情况（亿元）	25
图 36：军工民企历年现金流情况（亿元）	25
图 37：2022Q3 军工行业营收增速排名第 7 位（%）	26
图 38：2022Q3 年军工行业归母净利增速排名第 8 位（%）	26

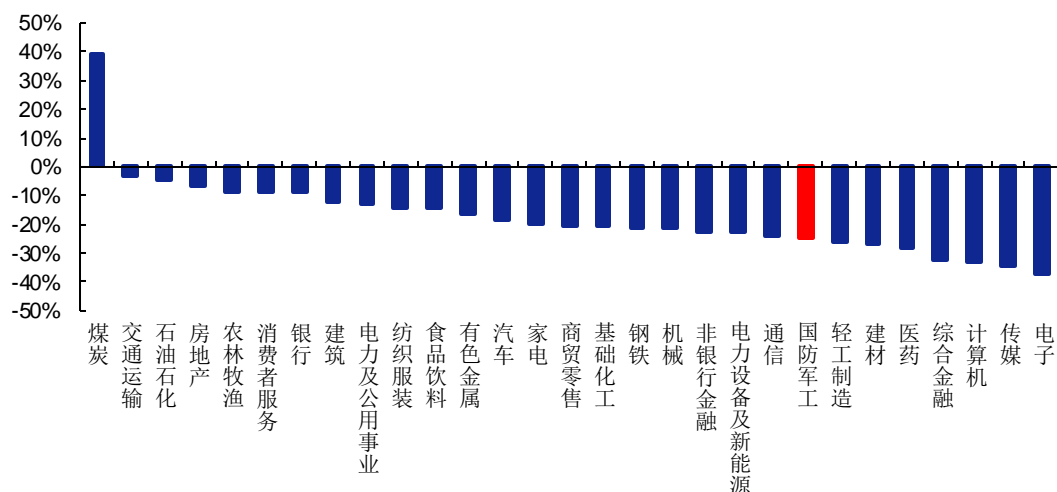
图 39: 军工板块市盈率(TTM)波动分析.....	28
图 40: 2011-2022 中国国防预算情况.....	29
图 41: 2021 年各国国防预算及占 GDP 比重图.....	29
表 1: 2022 前三季度个股涨跌幅前十 (2022/1/1-2022/9/30)	10
表 2: 2022Q3 个股涨跌幅前十 (2022/7/1-2022/9/30)	10
表 3: 2022Q3 公募基金军工重仓持仓市值排名.....	12
表 4: 2022Q3 公募基金加/减仓排名.....	13
表 5: 2022Q3 持股占流通市值比前十.....	14
表 6: 2022Q3 持有基金数量前十.....	14
表 7: 军工各子行业 2022Q3 营收增速及归母净利增速.....	16
表 8: 2022Q3 预收账款和合同负债情况 (单位: 亿元)	23
表 9: 2022Q3 主机厂预收账款和合同负债情况 (单位: 亿元)	23
表 10: 2022Q3 存货较期初增速.....	24
表 11: 2022 前三季度在建工程情况 (亿元)	24
表 12: 军工 ETF 基金份额情况.....	27
表 13: 融资买入额及融资余额情况 (亿元)	27
表 14: 近 2 年部分股权激励公司.....	30
表 15: 军民共用技术的典型代表.....	32
表 16: 投资主线: 关注航空、航天、信息化和新材料等.....	33

1. 行情回顾及机构配置

1.1. 行情回顾：2022 年三季度单季军工全行业涨幅排名第 7 位

2022 年前三季度，中证军工指数区间涨跌幅行业排名位列第 22 位。目前军工板块的动态 PE 在 70 倍，板块内存在一定业绩分化，部分公司市盈率仍在 30 倍左右，当前多数业绩增速较快的标的估值已回归至合理甚至偏低范围，我们认为板块当前具备较高投资价值。

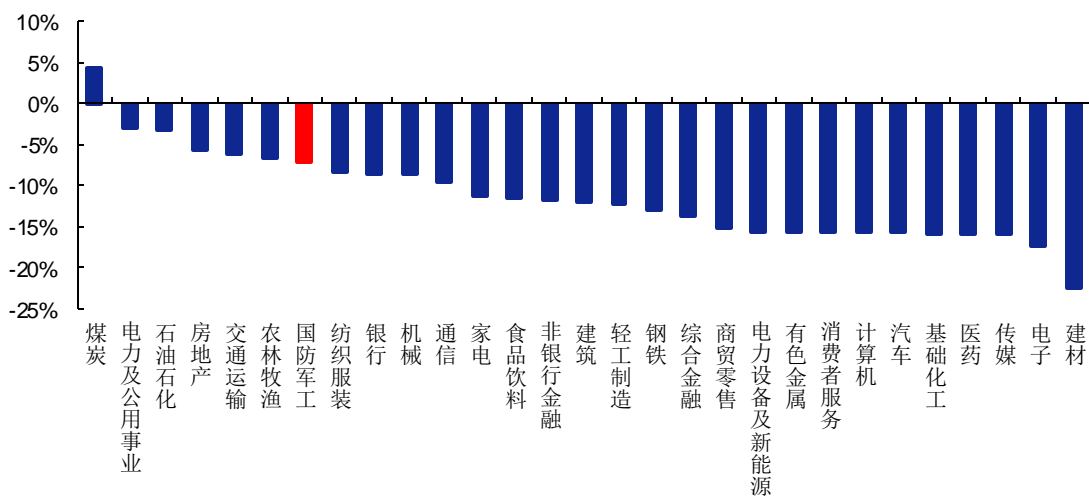
图 1：2022 前三季度中证军工指数区间涨跌幅（2022/1/1-2022/9/30）



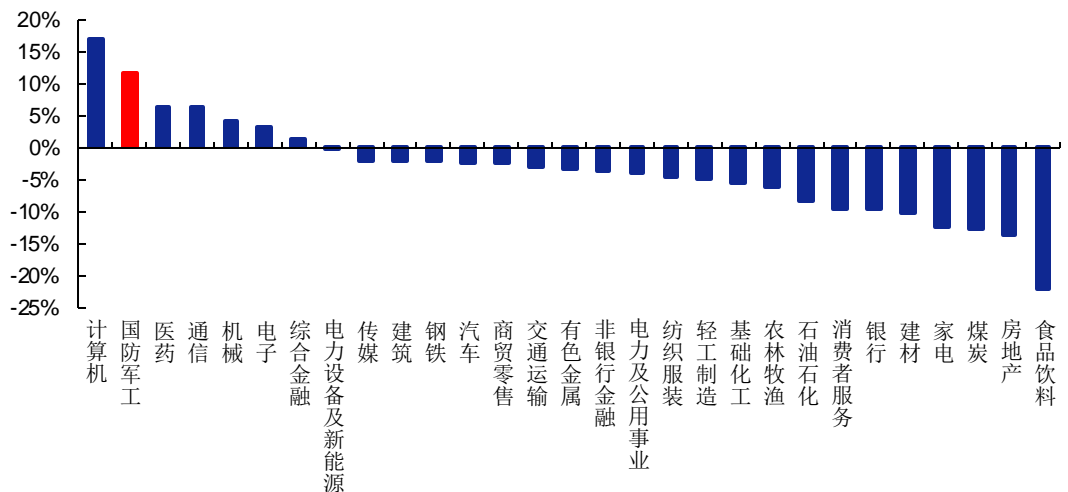
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2022 三季度单季中证军工指数区间涨跌幅行业排名位列第 7 位，2022 年 10 月区间涨跌幅行业排名位列第 2 位。在宏观经济承压的背景下跌幅居前列，再次验证了我们前述观点：军工行业受短期经济波动影响较小，全年保军任务基本不变。十四五期间行业基本面发生根本性变化，其业绩确定性高且部分公司估值具备吸引力。

图 2：2022Q3 中证军工指数区间涨跌幅（2022/7/1-2022/9/30）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2022 年 10 月中证军工指数区间涨跌幅（2022/10/1-2022/10/31）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

在我们选取的公司中，2022 前三季度涨幅前十位分别是：坤恒顺维、纵横股份、旭光电子、菲利华、盛路通信、红相股份、同益中、国光电气、新雷能、振芯科技；跌幅前十位分别是：科思科技、ST 新研、上海沪工、富吉瑞、宏达电子、景嘉微、利君股份、北摩高科、华伍股份、睿创微纳。

表 1：2022 前三季度个股涨跌幅前十（2022/1/1-2022/9/30）

证券代码	证券简称	性质	类型	2022 三季度涨幅%	证券代码	证券简称	性质	类型	2022 三季度跌幅%
688283.SH	坤恒顺维	信息化	民企	65.88%	688788.SH	科思科技	信息化	民企	-63.48%
688070.SH	纵横股份	信息化	民企	56.28%	300159.SZ	ST 新研	航空	民企	-57.80%
600353.SH	旭光电子	信息化	民企	52.24%	603131.SH	上海沪工	航天	国企	-57.01%
300395.SZ	菲利华	新材料	民企	37.18%	688272.SH	富吉瑞	信息化	民企	-56.23%
002446.SZ	盛路通信	信息化	民企	31.74%	300726.SZ	宏达电子	信息化	民企	-55.11%
300427.SZ	红相股份	航天	民企	28.15%	300474.SZ	景嘉微	信息化	民企	-52.70%
688722.SH	同益中	新材料	国企	27.47%	002651.SZ	利君股份	航空	民企	-52.27%
688776.SH	国光电气	信息化	民企	19.68%	002985.SZ	北摩高科	航空	民企	-52.21%
300593.SZ	新雷能	航天	民企	17.21%	300095.SZ	华伍股份	航空	民企	-51.74%
300101.SZ	振芯科技	信息化	民企	17.00%	688002.SH	睿创微纳	信息化	民企	-51.48%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2022Q3 涨幅前十公司分别是：光威复材、航宇科技、国光电气、纵横股份、菲利华、中船防务、坤恒顺维、旭光电子、振芯科技、苏试试验；跌幅前十位分别是：爱乐达、华伍股份、新兴装备、景嘉微、雷电微力、迈信林、晨曦航空、宏达电子、全信股份、宝钛股份。

表 2：2022Q3 个股涨跌幅前十（2022/7/1-2022/9/30）

证券代码	证券简称	性质	类型	2022Q3 涨幅%	证券代码	证券简称	性质	类型	2022Q3 跌幅%
300699.SZ	光威复材	新材料	民企	40.84%	300696.SZ	爱乐达	航空	民企	-37.79%
688239.SH	航宇科技	航空	民企	37.94%	300095.SZ	华伍股份	航空	民企	-31.17%
688776.SH	国光电气	信息化	民企	37.06%	002933.SZ	新兴装备	航空	民企	-30.58%
688070.SH	纵横股份	信息化	民企	37.00%	300474.SZ	景嘉微	信息化	民企	-29.96%
300395.SZ	菲利华	新材料	民企	33.07%	301050.SZ	雷电微力	信息化	民企	-29.11%
600685.SH	中船防务	船舶	国企	31.87%	688685.SH	迈信林	航空	民企	-27.73%
688283.SH	坤恒顺维	信息化	民企	30.40%	300581.SZ	晨曦航空	航空	民企	-27.66%
600353.SH	旭光电子	信息化	民企	26.21%	300726.SZ	宏达电子	信息化	民企	-27.35%

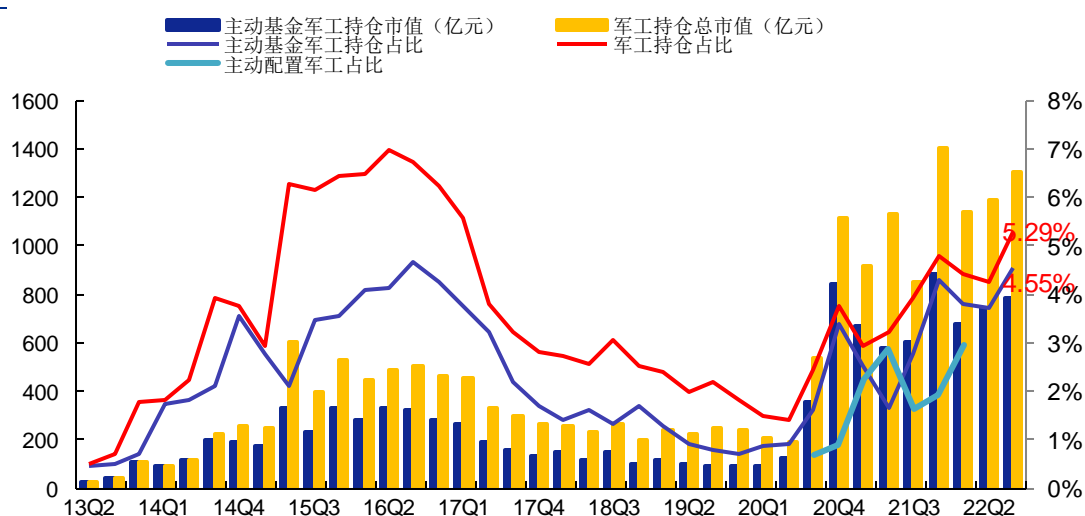
300101.SZ	振芯科技	信息化	民企	25.48%	300447.SZ	全信股份	信息化	民企	-27.00%
300416.SZ	苏试试验	信息化	民企	22.05%	600456.SH	宝钛股份	新材料	国企	-26.04%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2. 基金持仓分析: 公募基金 2022Q3 军工持股比例环比上升 1.05pcts, 创近三年新高

公募基金 2022Q3 军工持股比例提升, 达到 5.29%。我们根据安信军工数据库 (含 140 个军工标的), 对公募基金重仓持股情况进行统计, 结果显示, 2022Q3 公募基金重仓持股中军工持股总市值 1306.72 亿元, 持仓比例为 5.29%, 环比上升 1.05pcts, 创近三年新高; 剔除军工行业被动基金后, 重仓持股中军工持股市值为 788.18 亿元, 持股比例为 4.55%, 环比上升 0.85pcts, 反映公募基金主动配置军工行业个股的意愿较强。

图 4: 军工行业公募基金重仓持股统计

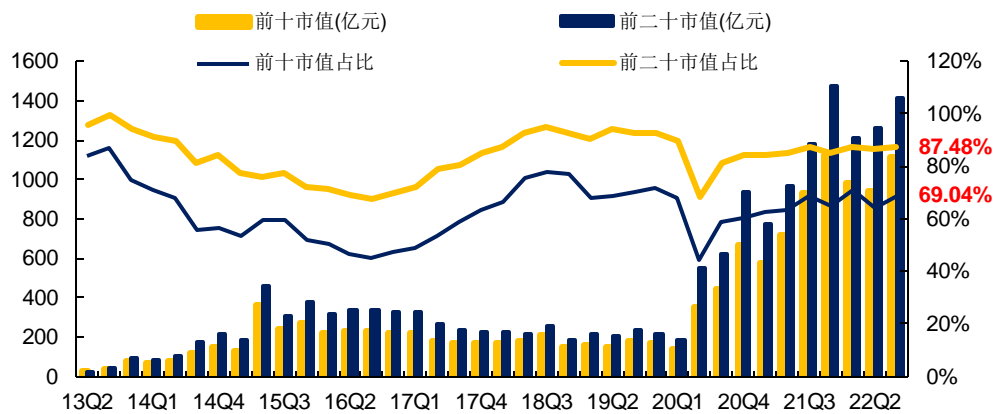


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.3. 2022Q3 军工行业持股集中度进一步提升, 民参军配置环比增加 0.89pcts

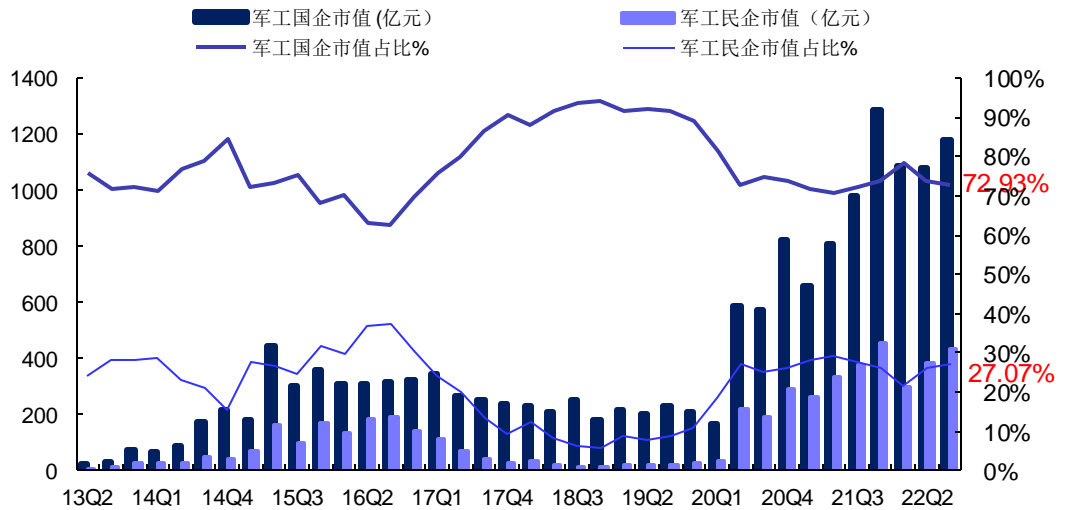
2022Q3 重仓持仓前十占比 69.04% (Q2 重仓持仓前十占比 64.48%), Q3 持仓前二十占比 87.48% (Q2 持仓前二十占比 86.66%), 持股集中度均有提升。国有企业持仓比例为 72.93%, 持仓比例下降 0.89 个百分点。民参军公司持仓比例为 27.07%, 环比提升 0.89pcts。我们认为, 民企持仓比例持续提升或是因为民参军公司主营业务相对聚焦、业绩释放相对充分进一步得到市场认可; 随着国企三年改革方案的进一步落地, 军工国企基本面得到改善, 后续军工国企认可度有望提升。

图 5: 2022Q3 军工行业基金重仓持股集中度



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 2022Q3 基金军工重仓持仓结构



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022Q3 重仓持仓前十个股为紫光国微、振华科技、中航光电、西部超导、中航沈飞、中航重机、菲利华、光威复材、航发动力、航天电器，航空、信息化成为重点配置；相较上季度抚顺特钢、中航高科、中航机电出列，菲利华、光威复材、航天电器入列；2022Q3 重仓持仓前十国企个股为紫光国微、振华科技、中航光电、西部超导、中航沈飞、中航重机、航发动力、航天电器、中航高科、钢研高纳；2022Q3 重仓持仓前十民企个股为菲利华、光威复材、抚顺特钢、新雷能、鸿远电子、三角防务、航天宏图、火炬电子、应流股份、图南股份。

表 3: 2022Q3 公募基金军工重仓持仓市值排名

2022Q3 持仓前十								
序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	451	20,971.84	8,740.76	301.99	24.68	6.40
2	000733.SZ	振华科技	222	13,621.97	-431.26	157.99	26.30	-14.50
3	002179.SZ	中航光电	247	22,990.79	965.93	133.35	14.80	-8.40
4	688122.SH	西部超导	177	10,325.97	3,190.69	110.37	22.25	17.07

5	600760.SH	中航沈飞	138	14,285.24	2,334.94	87.07	7.29	0.83
6	600765.SH	中航重机	174	28,260.57	6,969.41	84.67	21.17	-6.90
7	300395.SZ	菲利华	153	12,276.32	3,678.80	73.51	25.87	33.07
8	300699.SZ	光威复材	151	8,102.85	6,276.17	67.18	15.90	40.84
9	600893.SH	航发动力	100	13,489.81	193.68	56.59	5.46	-7.82
10	002025.SZ	航天电器	109	6,118.58	2,068.17	44.05	13.52	3.12

2022Q3 持仓前十军工国企

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	451	20,971.84	8,740.76	301.99	24.68	6.40
2	000733.SZ	振华科技	222	13,621.97	-431.26	157.99	26.30	-14.50
3	002179.SZ	中航光电	247	22,990.79	965.93	133.35	14.80	-8.40
4	688122.SH	西部超导	177	10,325.97	3,190.69	110.37	22.25	17.07
5	600760.SH	中航沈飞	138	14,285.24	2,334.94	87.07	7.29	0.83
6	600765.SH	中航重机	174	28,260.57	6,969.41	84.67	21.17	-6.90
7	600893.SH	航发动力	100	13,489.81	193.68	56.59	5.46	-7.82
8	002025.SZ	航天电器	109	6,118.58	2,068.17	44.05	13.52	3.12
9	600862.SH	中航高科	65	14,153.12	-1,208.78	34.96	10.16	-12.10
10	300034.SZ	钢研高纳	71	5,919.98	3,543.85	30.02	13.06	20.62

2022Q3 持仓前十民参军公司

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	300395.SZ	菲利华	153	12,276.32	3,678.80	73.51	25.87	33.07
2	300699.SZ	光威复材	151	8,102.85	6,276.17	67.18	15.90	40.84
3	600399.SH	抚顺特钢	46	28,199.37	-11,056.83	41.79	14.30	-17.21
4	300593.SZ	新雷能	75	8,088.93	891.65	36.76	26.85	9.47
5	603267.SH	鸿远电子	50	2,814.06	272.86	34.64	12.14	-8.26
6	300775.SZ	三角防务	29	5,583.64	-1,176.09	20.06	11.62	-25.24
7	688066.SH	航天宏图	34	2,514.82	260.70	18.22	13.60	-7.90
8	603678.SH	火炬电子	15	4,215.75	93.31	16.26	9.18	-17.58
9	603308.SH	应流股份	21	8,340.14	33.17	15.66	12.21	15.36
10	300855.SZ	图南股份	31	3,357.11	1,094.33	15.01	19.93	6.99

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022Q3 加仓前十分别为紫光国微、中航重机、光威复材、航发控制、菲利华、钢研高纳、西部超导、振芯科技、中航沈飞、航天电器。

2022Q3 减仓前十分别为抚顺特钢、中航机电、爱乐达、中航西飞、航天发展、宝钛股份、中航高科、三角防务、七一二、华测导航。

表 4: 2022Q3 公募基金加/减仓排名
2022Q3 加仓前十

序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	加仓市值(亿)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	20,971.84	301.99	24.68	69.95	6.40
2	600765.SH	中航重机	28,260.57	84.67	21.17	16.15	-6.90
3	300699.SZ	光威复材	8,102.85	67.18	15.90	56.43	40.84
4	000738.SZ	航发控制	9,637.30	24.21	7.75	11.15	-10.60
5	300395.SZ	菲利华	12,276.32	73.51	25.87	34.82	33.07
6	300034.SZ	钢研高纳	5,919.98	30.02	13.06	20.00	20.62
7	688122.SH	西部超导	10,325.97	110.37	22.25	44.59	17.07
8	300101.SZ	振芯科技	3,959.09	10.25	7.10	6.95	25.48
9	600760.SH	中航沈飞	14,285.24	87.07	7.29	14.83	0.83

10	002025.SZ	航天电器	6,118.58	44.05	13.52	15.77	3.12
2022Q3 减仓前十							
序号	代码	公司名称	持股总量(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	减仓市值(亿)	股价变动 (%)
1	600399.SH	抚顺特钢	28,199.37	41.79	14.30	-28.48	-17.21
2	002013.SZ	中航机电	23,283.77	26.40	5.99	-12.40	-8.18
3	300696.SZ	爱乐达	1,677.66	4.59	9.03	-16.51	-37.79
4	000768.SZ	中航西飞	9,387.60	24.47	3.39	-13.38	-13.93
5	000547.SZ	航天发展	86.18	0.09	0.05	-3.45	-16.53
6	600456.SH	宝钛股份	438.84	1.90	0.92	-13.11	-26.04
7	600862.SH	中航高科	14,153.12	34.96	10.16	-8.21	-12.10
8	300775.SZ	三角防务	5,583.64	20.06	11.62	-12.49	-25.24
9	603712.SH	七一二	7,119.76	25.03	9.22	-0.83	13.09
10	300627.SZ	华测导航	3,401.78	10.31	8.06	-4.88	-11.89

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022Q3 基金持股占流通市值比前十分别为新雷能、振华科技、菲利华、紫光国微、西部超导、中航重机、图南股份、光威复材、中航光电、抚顺特钢。

表 5: 2022Q3 持股占流通市值比前十

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	300593.SZ	新雷能	75	8,088.93	891.65	36.76	26.85	9.47
2	000733.SZ	振华科技	222	13,621.97	-431.26	157.99	26.30	-14.50
3	300395.SZ	菲利华	153	12,276.32	3,678.80	73.51	25.87	33.07
4	002049.SZ	紫光国微	451	20,971.84	8,740.76	301.99	24.68	6.40
5	688122.SH	西部超导	177	10,325.97	3,190.69	110.37	22.25	17.07
6	600765.SH	中航重机	174	28,260.57	6,969.41	84.67	21.17	-6.90
7	300855.SZ	图南股份	31	3,357.11	1,094.33	15.01	19.93	6.99
8	300699.SZ	光威复材	151	8,102.85	6,276.17	67.18	15.90	40.84
9	002179.SZ	中航光电	247	22,990.79	965.93	133.35	14.80	-8.40
10	600399.SH	抚顺特钢	46	28,199.37	-11,056.83	41.79	14.30	-17.21

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022Q3 持有基金数量前十: 紫光国微、中航光电、振华科技、西部超导、中航重机、菲利华、光威复材、中航沈飞、航天电器、航发动力。

表 6: 2022Q3 持有基金数量前十

序号	代码	公司名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(亿)	持股占流通股比 (%)	股价变动 (%)
1	002049.SZ	紫光国微	451	20,971.84	8,740.76	301.99	24.68	6.40
2	002179.SZ	中航光电	247	22,990.79	965.93	133.35	14.80	-8.40
3	000733.SZ	振华科技	222	13,621.97	-431.26	157.99	26.30	-14.50
4	688122.SH	西部超导	177	10,325.97	3,190.69	110.37	22.25	17.07
5	600765.SH	中航重机	174	28,260.57	6,969.41	84.67	21.17	-6.90
6	300395.SZ	菲利华	153	12,276.32	3,678.80	73.51	25.87	33.07
7	300699.SZ	光威复材	151	8,102.85	6,276.17	67.18	15.90	40.84
8	600760.SH	中航沈飞	138	14,285.24	2,334.94	87.07	7.29	0.83
9	002025.SZ	航天电器	109	6,118.58	2,068.17	44.05	13.52	3.12
10	600893.SH	航发动力	100	13,489.81	193.68	56.59	5.46	-7.82

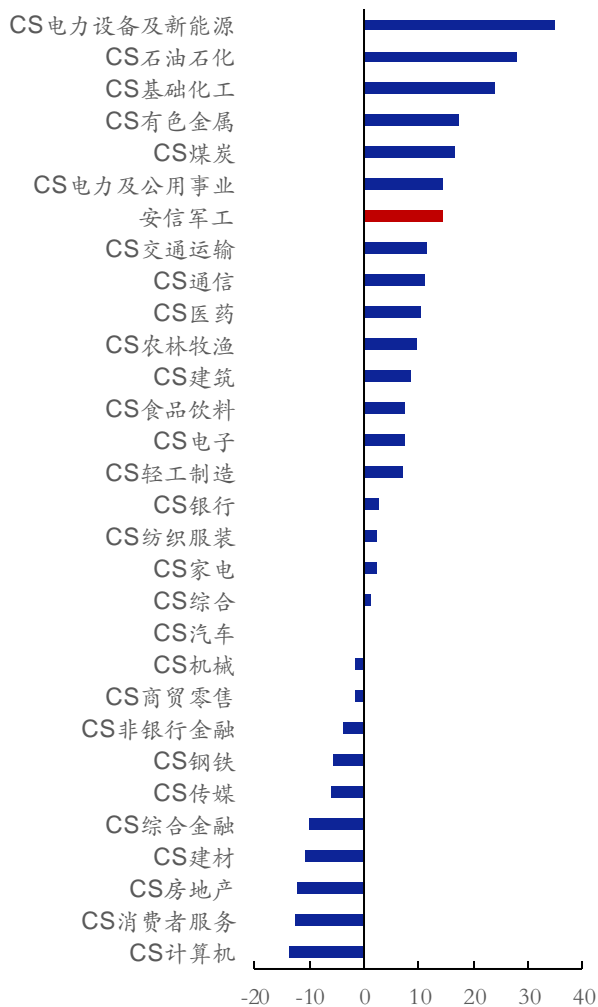
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 利润表: 行业整体增长较好, 行业增速排名居前

2.1. 行业整体增长较好, 行业增速排名居前

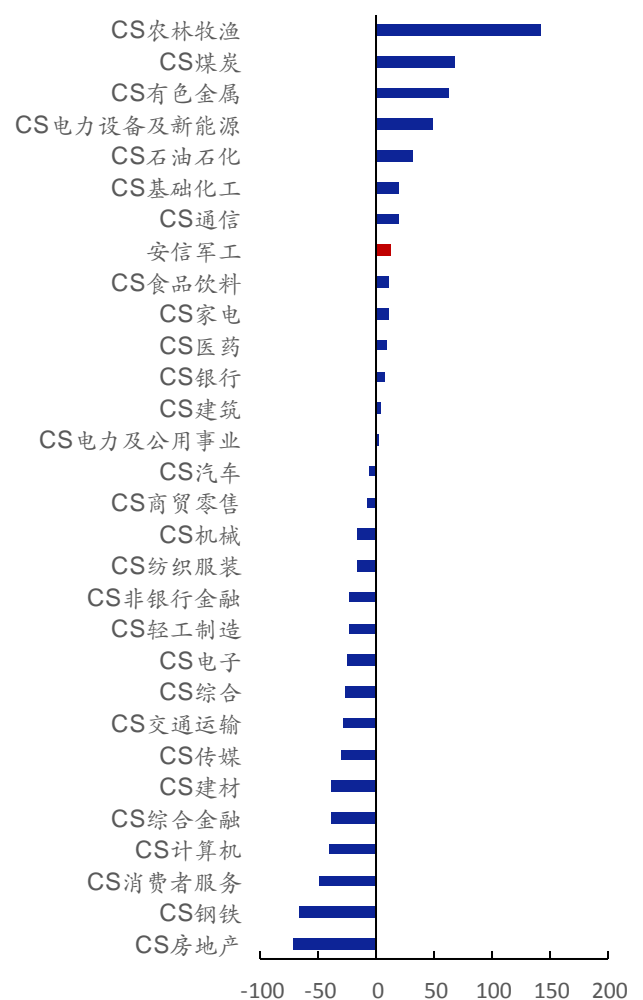
我们本次利润表分析的样本为: 在 140 家军工企业中将军品业务占比较低、减值影响较大、ST 公司以及因非经营因素导致业绩对整体板块影响较大的公司剔除, 得到最终 109 家公司军工行业。在 A 股 30 个行业中, 收入增速排名第 7, 归母净利增速排名第 8, 均处于行业领先地位。在 2021 年行业受疫情影响较小、基数较大的情况下, 继 2021 年年报和 2022H1 财报数据持续反映军工产业链各环节高景气度后, 2022Q3 行业营收和利润增速均实现较高增长, 再次验证我们对军工行业高景气度的判断。随着十四五期间军工行业景气度持续向好, 预计未来三年军工行业高速增长的确信性大, 相对其他行业具有比较优势。

图 7: 2022Q3 军工行业营收增速排名第 7 位 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

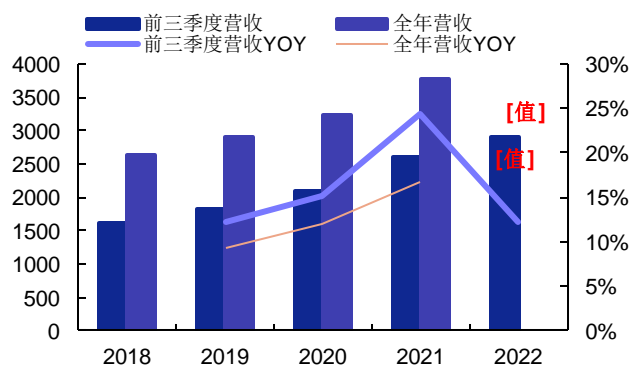
图 8: 2022Q3 年军工行业归母净利增速排名第 8 位 (%)



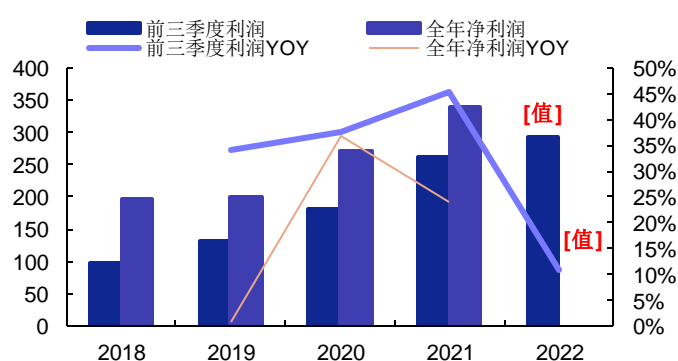
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022 年前三季度, 军工行业 109 家上市公司合计实现营收(2910.03 亿, 同比增长 12.20%), 归母净利润 (291.89 亿, 同比增长 11.03%)。综合来看, 2022Q3 军工板块业绩在 2021Q3 基数较大的基础上仍保持较快增长。我们认为, 2022Q3 财报数据进一步验证了军工行业高景气度, 业绩增速保持高速增长, 预计在“十四五”期间, 在军费稳定增长及加强实战化训

练的大背景下，行业需求端有所保证，基本面趋势将持续向好，军工行业有望保持高速和高质量发展。

图 9：军工行业近五年营收及增速（亿元，%）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：军工行业近五年净利润及增速（亿元，%）


资料来源：Wind，安信证券研究中心

分子行业看，新材料、航天、航空板块增速显著高于行业整体，信息化增速略缓。其中，航空装备子行业上市资产较多，收入基数较大，2022 前三季度航空收入增速加快，均衡生产力度有所加强，利润水平提升显著，营业收入和归母净利润增速分别为 13.42%、14.37%，营业收入和归母净利润均为近五年最高值；航天子行业军品上市资产占比较少，优质资产仍在航天科技和航天科工集团内，上市公司业绩对板块实际表现代表性有限，营业收入和归母净利润增速分别为 14.51%、16.38%，保持稳健增长；信息化子行业营业收入和归母净利润增速分别为 4.86%、3.78%，主要系去年基数较大，同时部分企业因疫情影响项目推进受阻所致；2022 三季度新材料营收增速为 17.54%，归母净利润增速高达 16.77%，反映出新材料子行业规模效应逐步体现，净利率水平持续提升。整体来看，军工板块业绩增速普遍较快。

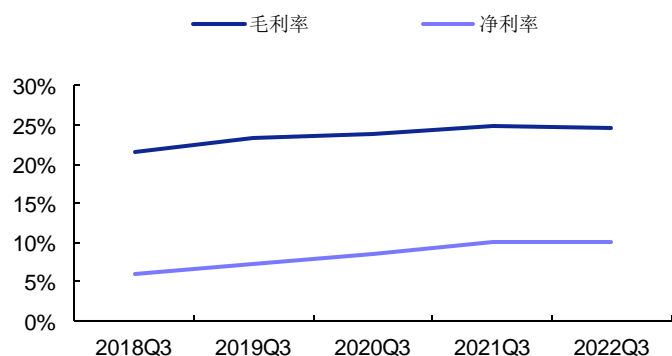
表 7：军工各子行业 2022Q3 营收增速及归母净利润增速

2022Q3	航空	航天	信息化	新材料
营收增速	13.42%	14.51%	4.86%	17.54%
归母净利润增速	14.37%	16.38%	3.78%	16.77%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

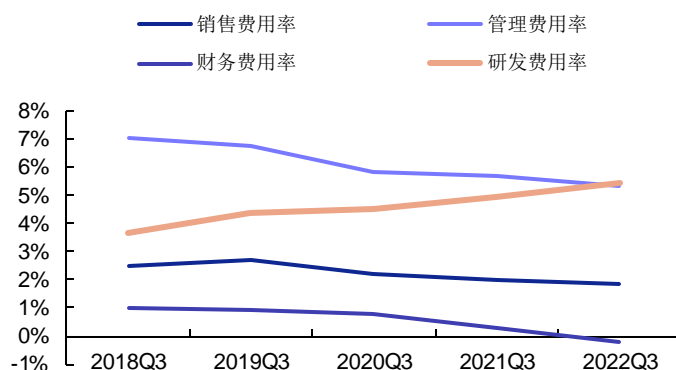
军工行业整体盈利能力基本保持稳定，研发投入力度持续加强，提质增效成果显著。2022 三季度军工板块毛利率较去年同期小幅下跌 0.30pcts 至 24.56%，净利率小幅下跌 0.11pcts 至 10.03%，或因各地疫情频发，供应链受阻且原材料价格持续走高所致；而净利率跌幅小于毛利率跌幅，反映期间经营效率有所提升。2022 三季度行业期间费用率 12.45%，同比下降 0.49pctss，主要系销售费用、管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.14pctss、0.33pctss 和 0.56pctss 所致，或反映军工行业上市公司尤其是国企提质增效效果显现。此外，研发费用率小幅提升 0.54pcts 至 5.46%，反映在十四五练兵备战背景下，我国武器装备发展迅速，预先研究及新型装备研制有加速态势，军工企业为提高本身行业内竞争力，相应加大研发投入，或有望提高中长期业绩弹性。

图 11: 军工行业近五年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

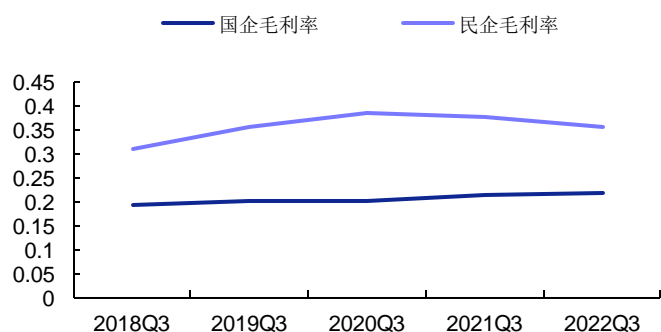
图 12: 军工行业近五年期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

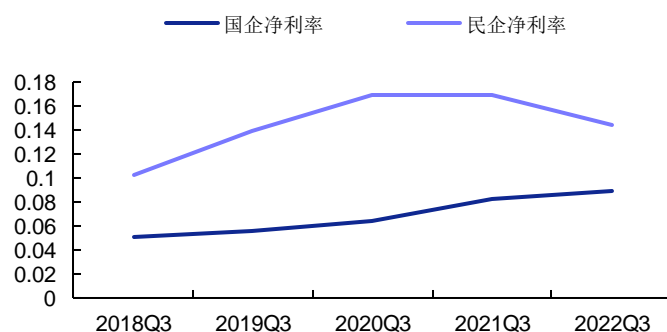
国企盈利能力改善,民企略有下滑。2022 三季度国企毛利率同比增长 0.35pctss 至 21.56%, 净利率提升 0.66pcts 至 8.84%; 民企毛利率和净利率都显著高于国企, 2022 三季度民企毛利率 35.44%, 同比下跌 2.07pctss, 净利率 14.36%, 同比下跌 2.57pctss, 我们认为或系民参军企业整体军品业务占比相对较低, 而民品业务受宏观经济影响, 短期管理、销售等成本难以下降, 造成整体盈利能力受到压制。随着国企三年改革方案的不断推进, 军改削弱等带来基本面好转, 业绩持续印证行业高景气度, 国企民企均有望迎来戴维斯双击。

图 13: 军工行业国企、民企近五年毛利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 军工行业国企、民企近五年净利率

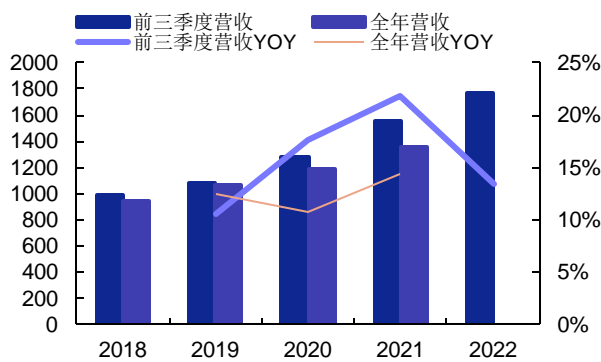


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 航空: 业绩稳定释放, 产业链整体实现较高增长

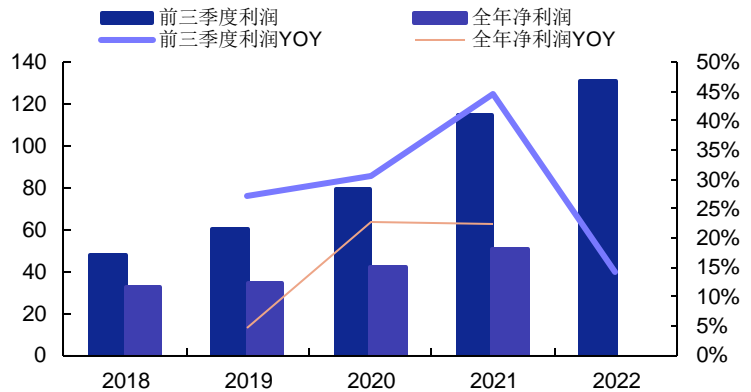
2022 三季度航空板块营收(1767.91 亿,+13.42%)显著增长;归母净利润(131.15 亿,+14.37%), 净利润增速显著高于营收增速, 主要由于航空主机厂占比高, 营收和净利润增速相比产业链中上游相关企业更为平稳, 且季节性较强, 收入确认集中在下半年。剔除主机厂后, 航空子行业归母净利润增速达 15.90%。其中, 广联航空(同比+87.87%)、派克新材(同比+83.19%)、通达股份(同比+82.15%)、三角防务(同比+69.98%)、中航重机(同比+50.46%)均实现归母净利润同比+50%以上增长, 充分彰显航空板块高景气度。我们预计, 在“十四五”期间各式主战机型更新换代需求将使航空装备领域, 尤其是主机厂及其相关产业链充分受益。

图 15: 航空板块近五年营收及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

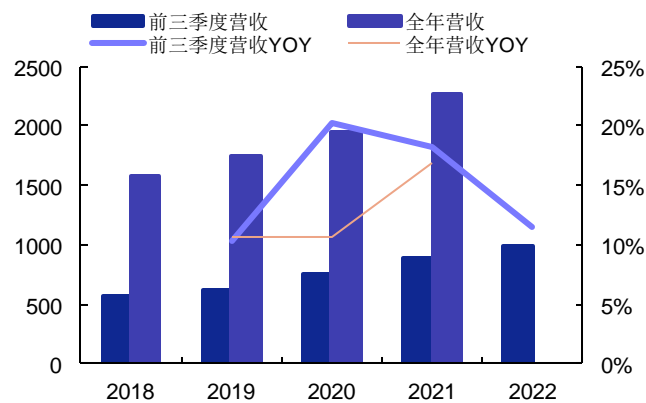
图 16: 航空板块近五年归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

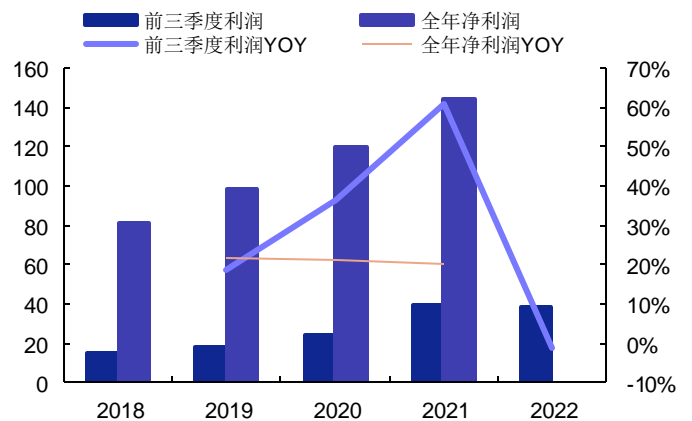
航空主机厂业绩出现波动。航空工业集团下属企业，尤其是主机厂，近两年大力推进均衡化生产，中航沈飞等全年营收利润稳定增长。2022Q3 航空主机厂合计营收（986.69 亿，+11.52%），归母净利润（38.77 亿，-0.97%），业绩出现波动，主要由于洪都航空（0.16 亿元，-76.60%）与中直股份（0.48 亿元，-92.28%）2022 年前三季度归母净利润出现下滑。但由于主机厂规模较大，营收和利润基数较高，收入确认主要集中在下半年，较产业链中上游企业增长表现有所差异。随着我国各型号装备列装交付规模提升，其中配套产业链相关标的如广联航空（归母净利润同比增长 87.87%）、派克新材（归母净利润同比增长 83.19%）、通达股份（归母净利润同比增长 82.15%）增速显著提升，受益明显，均大超行业平均增速，板块整体景气度良好。

图 17: 航空主机厂近年营收及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

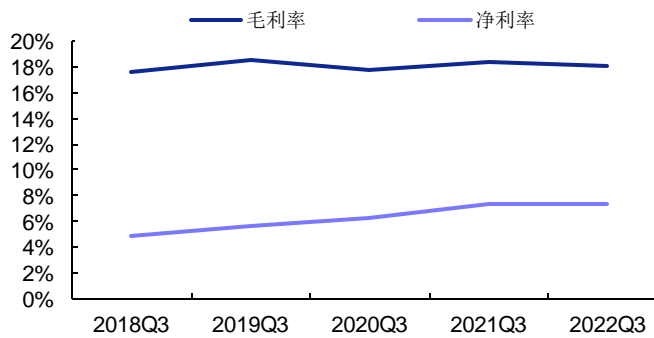
图 18: 航空主机厂近五年归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

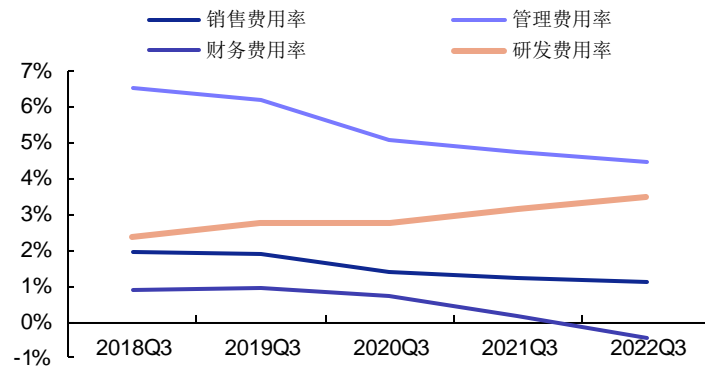
提质增效成果显现,期间费用率降低。2022 三季度航空板块毛利率18.04%，同比下跌0.29pcts，其中航空主机厂毛利率同比下跌 0.61pcts 至 30.24%，主要系航发动力、航天彩虹、中直股份由于产品结构调整等原因所致。航空板块期间费用控制良好，在研发费用率提升 0.33pcts 的情况下，由于销售费用率、管理费用率和财务费用率都有所改善，期间费用率下降 0.64pcts，因此航空板块净利润率由 21Q3 的 7.36% 上升至 7.42%。近年来，航空工业集团推进“瘦身健体、提质增效”，大力控成本、降费用、压支出，取得了较为明显的效果，我们认为，随着国企改革方案的逐步落地，企业提质增效不断深化和持续，航空板块公司盈利水平有望得到进一步提升。

图 19：航空板块近五年毛利率及净利率



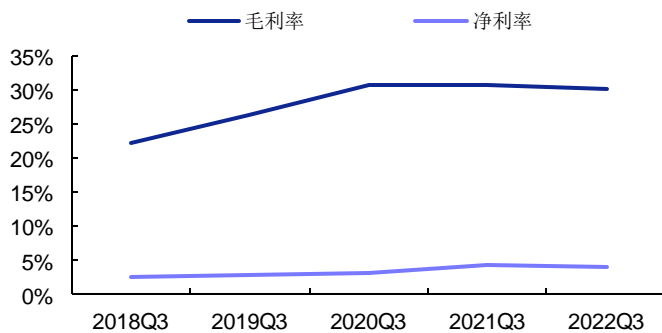
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 20：航空板块近五年期间费用率



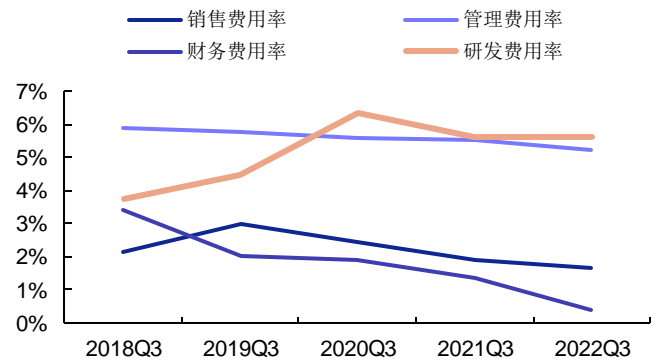
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：航空主机厂近五年毛利率及净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：航空主机厂近五年期间费用率

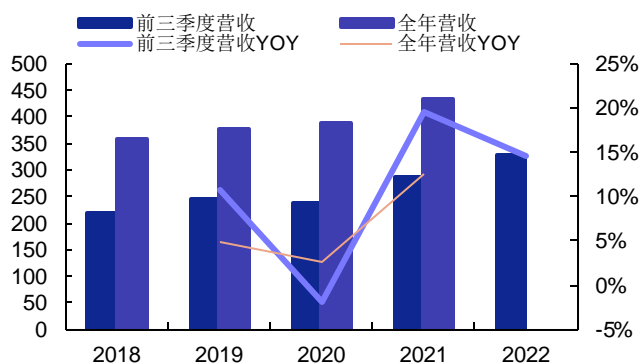


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.3. 航天：净利率小幅上升，研发投入持续加大

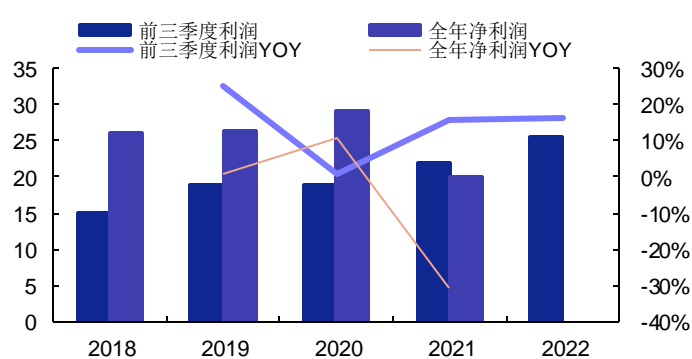
2022 三季度航天板块营收 (326.68 亿, +14.51%), 归母净利润 (25.53 亿, +16.38%), 子行业整体保持平稳增长。上半年, 我国已成功完成多项发射任务, 包括发射首型固体捆绑运载火箭、长征七号遥五运载火箭搭载天舟四号成功升空、神舟十四号载人飞船成功升空、首个科学实验舱“问天”发射成功等。此外, 据国防部公开报道显示, 上半年各战区实弹演习频次较此进一步提升, 导弹弹药的消耗需求量增加。相关配套公司新雷能 (归母净利润同比+46.65%)、中国卫通 (归母净利润同比+40.83%) 均实现同比增长 40%以上增长, 彰显航天板块高景气度。我们预计, 在“十四五”期间积极备战的大背景下, 伴随着战略储备需求的增加及实战化演练的消耗需求, 航天板块景气度或将持续提升。

图 23: 航天板块近五年营收及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

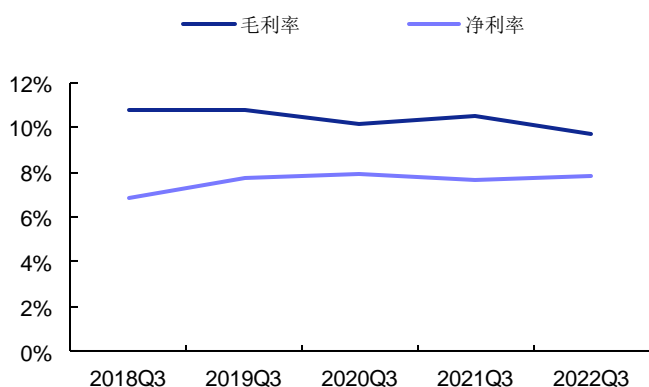
图 24: 航天板块近五年归母净利及营收增速 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

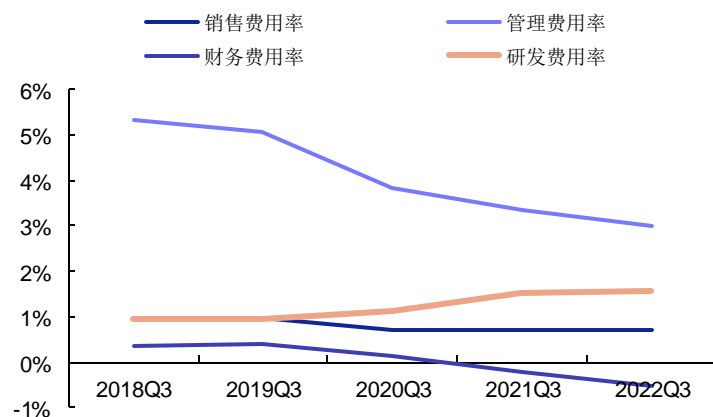
航天板块净利率小幅上升, 研发投入不断加大。航天板块 2022 三季度毛利率 9.69%, 较去年同期下滑 0.82pcts, 净利率 7.81%, 同比上升 0.13pct。期间费用率同比下降 0.60pcts 至 4.77%。其中, 管理费用率减少 0.33pcts 至 3.01%, 财务费用率下降 0.32pcts 至 -0.51%, 销售费用率同比上升 0.02pcts 至 0.72%, 研发费用率同比上升 0.03pcts 至 1.55%, 整体期间费用率有所改善。

图 25: 航天板块近五年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 26: 航天板块近五年期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

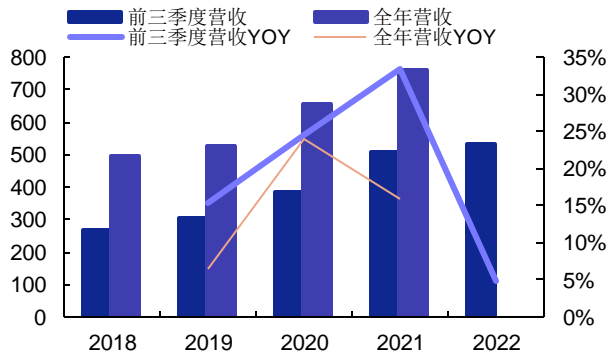
航天科技集团公布本年度多项重大航天工程规划, 预计全年保持 50 次以上高密度发射。2022 年 2 月 17 日, 航天科技集团官方公众号公布了本年度一系列航天工程任务的规划与进展。据规划, 我国今年将发射两艘货运飞船、两艘神舟飞船和两个空间站实验舱, 全面建成中国空间站。今年, 我国航天的发射次数将保持 50 次以上的高密度。面向未来更深更远的太空, 载重量超过 100 吨的重型火箭、新一代载人火箭也已经进入研制阶段。此外, 探月工程四期将于今年全面启动, 未来我国将通过嫦娥六号、嫦娥七号和嫦娥八号三次任务, 建立中国第一个月球科研站的基本型。小行星探测也即将迎来新的挑战。工程负责人表示, 我国有望实现从小行星取样返回, 还要开展从火星取样返回的先期研制, 虽任务难度大, 但工程全线有信心将其实施到位。航天领域任务日益饱满, 预计相关产业链景气度将持续提升。

2.4. 信息化: 毛利率波动, 研发力度不断加强

军队信息化建设叠加国产替代, 板块仍存在一定业绩弹性。信息化板块 2022 三季度实现营业收入 (534.52 亿, +4.86%), 归母净利润 (93.73 亿, +3.78%), 总体增速较缓主要系去年基数较大及部分企业如华力创通、兴图新科等因疫情影响项目推进受阻。军工半导体、上游元器

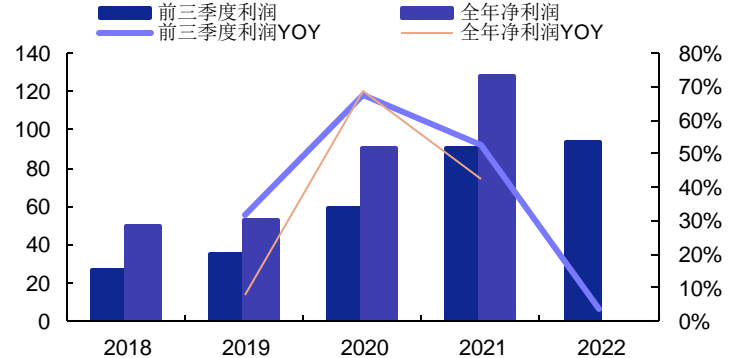
件、雷达及电子对抗、通信导遥等率先反映行业景气度，部分公司尤其是上游半导体和元器件公司业绩在 2021 年已率先进入高速增长阶段，景气度进一步向下游传导，预计后续景气度将进一步向中下游公司传导，板块保持高速增长态势。

图 27: 信息化近五年营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

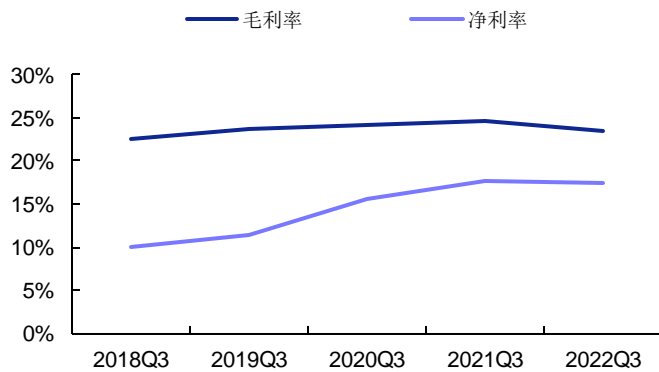
图 28: 信息化板块近五年归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

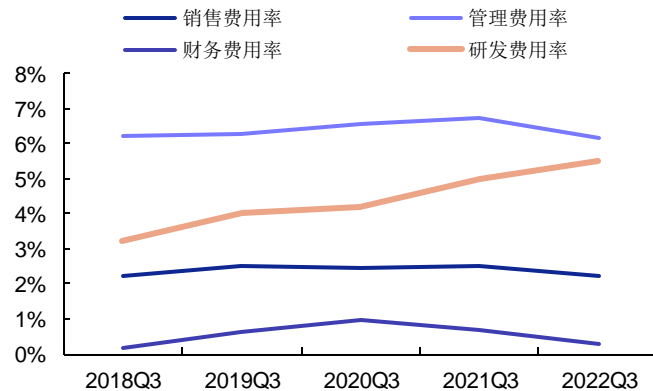
信息化板块毛利率波动，研发投入不断加大。2022 三季度信息化板块毛利率同比下降 1.05pcts 至 23.54%，系由于上游原材料价格的增加以及下游采购以量换价所致。净利率下跌 0.18pcts 至 17.54%。期间费用率下降 0.79pcts 至 14.21%。其中，研发费用率上升 0.51pcts 至 5.53%，管理费用下降 0.58pcts 至 6.16%，销售费用率下降 0.29pcts 至 2.23%。随着下游客户需求进一步上行，公司积极布局新产品，板块景气度或将持续提升。

图 29: 信息化板块近五年毛利率净利率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 信息化板块近五年费用率情况

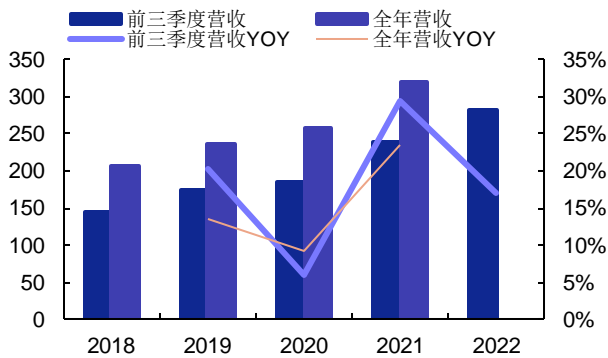


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.5. 新材料：规模效应促进盈利提升，子行业保持高速增长

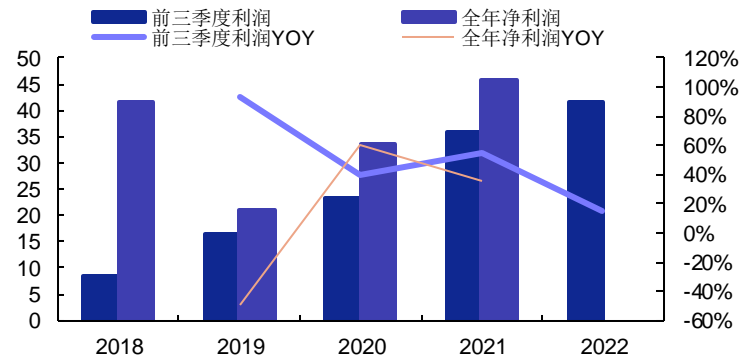
新材料板块收入利润稳步提升，反映行业景气度持续上行。2022 三季度新材料板块实现收入 (280.92 亿元，+17.14%)，民企增长较为明显，其中西部超导和铂力特分别增长 117.93%、72.80%；新材料板块 2022 年三季度实现归母净利润 (41.48 亿元，+15.37%)，其中铂力特、中简科技及天秦装备增速居前，归母净利润同比分别增长 120.84%、59.57%及 51.03%，后续伴随我军新机型逐步列装及高端材料用量占比提升，叠加国产发动机国产替代趋势，国产高端合金用量不断提升，板块有望继续保持增长态势。

图 31: 新材料板块历年收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

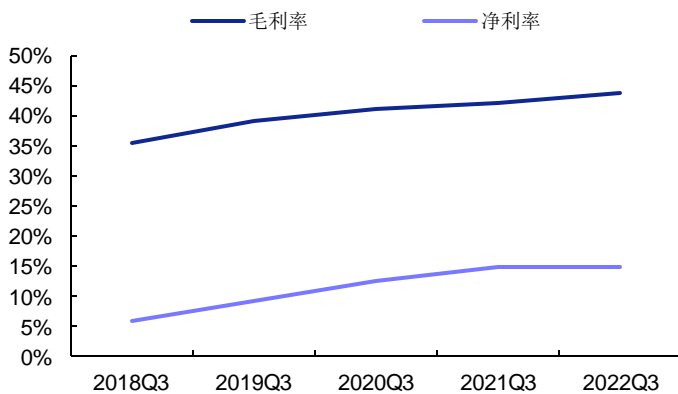
图 32: 新材料板块历年归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

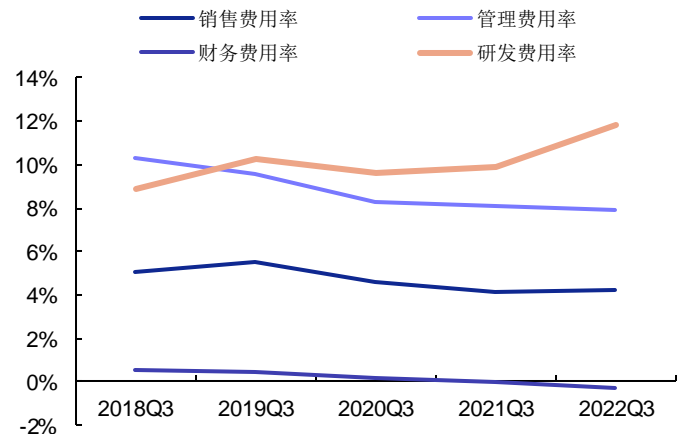
净利率基本保持稳定, 盈利能力有望企稳回升。2022 三季度新材料板块毛利率 43.76%, 同比提升 1.62pcts, 净利率下降 0.23pcts 至 14.77%, 或主要由于期间费用率提升所致。期间费用率增加 1.45pcts 至 23.56%, 其中销售费用增加 0.04pcts 至 4.20%; 管理费用下降 0.19pcts 至 7.87%, 财务费用下降 0.32pcts 至 -0.29%。随着下游需求的扩大, 新材料板块盈利能力有望在规模作用下进入企稳回升阶段。

图 33: 新材料板块近五年毛利率净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 新材料板块近五年期间费用



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 资产负债表: 行业基本面持续改善, 预计 2022 年全年保持需求景气

资产负债表重点关注预收账款和合同负债 (体现在手订单情况)、存货 (原材料科目的变化或反映中长期增长) 等科目季节性变化。从 2022Q3 数据可看出: 1) 军工行业 2022Q3 预收账款与合同负债合计较期初减少了 11.24%, 除新材料板块较期初增长 0.94% 外, 航空、航天及信息化板块均有不同程度的减少, 或与均衡生产, 交付确认及节奏变化有关; 2) 军工行业存货较期初增长 18.54%, 其中航空、航天、信息化、新材料板块存货分别增长 20.39%、14.11%、17.92%、14.66%; 反映出板块公司正在备货加快生产, 生产任务紧张; 3) 军工行业在建工程较期初增加 16.28%, 其中信息化和新材料板块较期初增加 21.86%、52.31%, 反映行业内公司正在积极扩产, 彰显下游景气度。综合来看三季报资产负债表的变化显示行业基本面持续向好, 我们预计 2022 年全年行业需求端保持旺盛, 资产负债表相关科目变化或将持续体现。

3.1. 预收账款和合同负债：新材料板块小幅增长，其他板块或因均衡生产有所下滑

预收账款和合同负债主要源于军方或军工企业向上游发布订单，一般会按批次订单规模提前支付 30%-50%不等的预付款，预收账款和合同负债能够体现在手订单的情况，且对于军工业务占比较大的企业，其表征意义更加明显。军工行业 2022Q3 预收账款及合同负债较期初下降 11.24%，其中新材料板块较期初增长 0.94%，航空、航天、信息化板块分别较期初下降 10.32%、18.66%、-14.83%，或与均衡生产，交付确认及节奏变化有关。细分来看，航天板块合同负债变化幅度较大，其中上游企业下滑较多，而下游企业上涨较多，表明下游军方需求旺盛，航天产业链景气度有望持续向上传导，预计后续随着预付款向产业链上游的支付，上游的新材料、信息化板块等公司合同负债或将显著增加。

表 8：2022Q3 预收账款和合同负债情况（单位：亿元）

	2021	2022Q3	增速
军工	1,047.25	929.58	-11.24%
航空	849.22	761.54	-10.32%
航天	83.17	67.66	-18.66%
信息化	98.63	84.01	-14.83%
新材料	16.22	16.37	0.94%
国企	985.31	860.48	-12.67%
民企	61.94	69.10	11.56%

资料来源：wind，安信证券研究中心

表 9：2022Q3 主机厂预收账款和合同负债情况（单位：亿元）

	2021	2022Q3	增速
航发动力	217.52	196.08	-9.86%
航天彩虹	0.12	0.24	101.17%
洪都航空	68.48	63.92	-6.66%
中航沈飞	365.35	132.49	-63.74%
中航西飞	65.88	252.44	283.20%
中无人机	4.49	3.88	-13.62%
中直股份	23.38	20.64	-11.73%

资料来源：安信证券研究中心

- 1) 航空板块 2022Q3 预收账款与合同负债合计 761.54 亿元，较期初减少 10.32%，其中中航西飞较期初增加 186.56 (+283.20%)，中航沈飞较期初减少 232.86 亿 (-63.74%)，剔除沈飞后，航空板块预收账款及合同负债较期初增长 30.00%，仍然实现较好增长，而考虑航空板块整体增速高于军工行业，或是产品交付确认收入加快导致预收账款等增速稍低，从侧面反映航空板块当前高景气，生产和交付进度不断加快的态势。
- 2) 航天板块 2022Q3 预收账款加合同负债共 67.66 亿元，较期初减少 18.66%，其中上游企业下滑较多，而下游企业上涨较多，表明下游军方需求旺盛，航天产业链景气度有望持续向上传导。受益于迭代期、战略储备需求增加、实战化训练带动三方面的驱动因素，或将带来板块整体业绩的持续释放。
- 3) 信息化板块 2022Q3 预收账款加合同负债共 84.01 亿元，较期初减少 14.83%。其中前五位合计下降较多，七一二较期初减少 5.73 亿 (-44.93%)，国博电子较期初减少 5.66 亿 (-97.01%)，海格通信较期初减少 4.36 亿 (-52.61%)，高德红外较期初减少 3.11 亿 (-46.93%)，中国长城较期初减少 2.54 亿 (-33.19%)，若剔除七一二、国博电子、海格通信、高德红外、中国长城，信息化板块该科目较期初增长 11.80%。由于信息化企业受

益于武器装备更新换代及国产化进程，随着国防信息化建设进一步深化，预计信息化相关标的订单需求或将进一步提升，并带动资产负债表相关科目表现逐步转好。信息化板块相关标的主要属产业链上游，涵盖了雷达、通信、电子、导航等领域，因产品和下游客户的不同，付款方式存在明显差异。

4) 新材料板块 2022Q3 预收账款加合同负债共 16.37 亿元，较期初增加 0.94%。其中图南股份较期初增加 0.68 亿 (+708.78%)，康达新材较期初增加 0.49 亿 (+212.12%)。新材料板块主要处于产业链上游，收到预付款节奏普遍迟于中下游企业，预计后续随着下游预付款逐渐向上游兑现，信息化板块合同负债水平有望持续提升。

3.2. 存货：存货增长，或反映行业中长期增长预期

2022Q3 军工行业存货较期初增长 18.54%。分板块来看，航空行业存货增长最快，达 20.39%，信息化、新材料、航天板块存货也实现较快增长，分别为 17.92%、14.66%、14.11%，反映军工行业公司前三季度普遍按照订单提前备货、投产，处于加紧采购和生产状态。

表 10: 2022Q3 存货较期初增速

	2021 存货 (亿元)	2022Q3 存货 (亿元)	同比增长
军工	2017.76	2391.94	18.54%
航空	1132.41	1363.26	20.39%
航天	262.13	299.10	14.11%
信息化	460.09	542.53	17.92%
新材料	163.14	187.04	14.66%
国企	1616.21	1912.00	18.30%
民企	401.55	479.94	19.52%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.3. 在建工程：企业处于扩产期，上游信息化和新材料板块快速增长

在建工程主要包括正在军工企业正在建设尚未竣工投入使用的项目，反映企业扩产的情况。2022 前三季度军工行业在建工程 339.37 亿元，较期初增加 16.28%，其中新材料和信息化板块增幅较大，分别较期初增加 52.31%和 21.86%，或反映出公司在手订单充足，正在加紧扩产备产，预计项目投产使用后将进一步促进收入和利润的提升。

表 11: 2022 前三季度在建工程情况 (亿元)

板块	2021	2022Q3	增速
军工	291.85	339.37	16.28%
航空	126.12	136.07	7.89%
航天	40.24	35.77	-11.11%
信息化	77.55	94.51	21.86%
新材料	47.94	73.02	52.31%
国企	168.57	184.26	9.31%
民企	123.29	160.50	30.18%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

1) 航空：2022Q3 板块在建工程规模为 136.07 亿元，较期初增长 7.89%。其中，新兴装备、航亚科技、中信海直增速最快，较期初分别增长 211.32%、181.08%、126.68%，或反映板块内相关公司订单情况良好，公司正处于积极扩产状态。

2) 航天：2022Q3 板块在建工程规模为 35.77 亿元，较期初减少 11.11%。其中，航天长峰

在建工程规模较期初减少 95.90%，主要系报告期内已完工的在建工程转为固定资产及长期待摊费用所致。但板块中航天动力、红相股份、火箭科技等在建工程增幅较大，分别为 993.04%、100.29%、28.42%，或反映相关企业在手订单情况良好，正处于积极扩产状态。

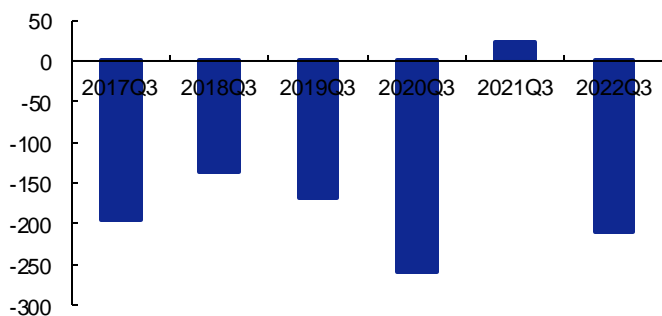
3) 信息化：2022Q3 板块在建工程规模为 94.51 亿元，较期初增加 21.86%。其中，久之洋、七一二、奥普光电增幅分别为 4241.81%、935.28%、147.98%，伴随着国防信息化建设的不断推进叠加国产替代的需求释放，信息化企业需求端得到保证，目前正处于积极扩产状态。

4) 新材料：2022Q3 板块在建工程规模为 73.02 亿元，较期初增长 52.31%。其中，中简科技、菲利华、图南股份增速较大，较期初分别增长 646.43%、437.12%、248.79%，随着十四五期间行业景气度的不断上行，预计新材料板块相关公司产能还有进一步提升的可能性。

4. 现金流量表：军工回款多集中于四季度，三季度现金流同比下降

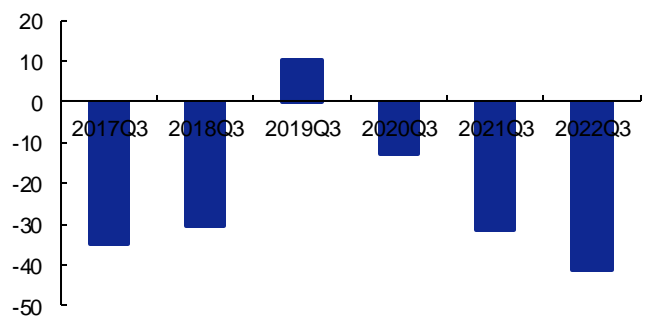
2022 前三季度军工行业经营性现金流净额为-250.34 亿元，较去年同期下滑较多，主要系去年同期主机厂等公司均收到大额预付款，现金流首次为正，基数较大所致。军工行业由于采购主要集中于上半年而回款主要集中于四季度。从各板块看，22Q3 航天 (-340.94%) 和航空板块 (-202.76%) 板块同比出现较大下滑，其余板块相对平稳。我们认为随着行业预付款模式的逐步推广，行业整体经营性现金流情况有望持续改善。

图 35：军工国企历年现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36：军工民企历年现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1) 航空：2022Q3 板块经营性现金流净额-94.59 亿元，较去年同期减少 186.65 亿元。其中，中航沈飞经营性现金流同比减少 194.94 亿元，主要是上期收到客户货款较多所致。

2) 航天：2022Q3 板块经营性现金流净额-65.82 亿元，较去年同期减少 50.89 亿元。主要因航天电子（经营性支出较上年同期增加所致）、中国卫星（上年同期子公司航天恒星科技预收新签合同款金额较大，报告期收款不及上年同期）下滑较大所影响。

3) 信息化：2022Q3 板块经营性现金流净额-84.12 亿元，较去年同期减少 8.25 亿元。其中七一二经营性现金流同比减少 12.18 亿元，主要系报告期销售产品回款减少所致。预计随着预付款逐渐向上游企业兑现，相关公司现金流将持续改善。

4) 新材料：2022Q3 板块经营性现金流净额-5.80 亿元，较去年同期增加 4.07 亿元。主要因抚顺特钢（系现汇回款比例增加所致）、宝钛股份（系子公司航空工业复材收到政府补助款 1.5 亿元，利用票据结算以及款项未到账期导致购买商品支出金额同比减少 1.78 亿元所致）

现金流改善影响。预计伴随我国航空航天发展稳步推进，新型号战机逐步批产列装且复合材料用量占比提升，以及航空发动机产业国产替代趋势，需求端有所保证，预计随着预付款逐渐向上游企业兑现，相关公司现金流将持续改善。

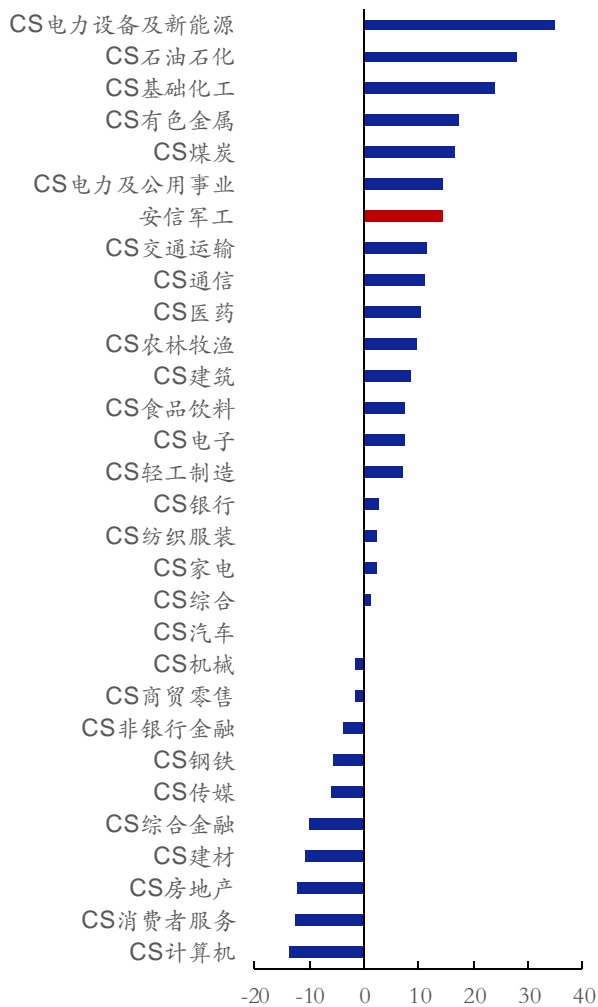
5. 行业观点

前文中我们对军工上市公司的收入利润、资产负债表中重要科目进行了细项分析，可以看出：军工板块整体业绩上仍呈现稳健向上的增长态势，资产质量上则是经营效率提高、注重研发投入、严格控制两金，整体资产质量不断提高，带动行业 ROE 水平的提升。

5.1. 军工行业整体增长较好，行业景气度持续兑现

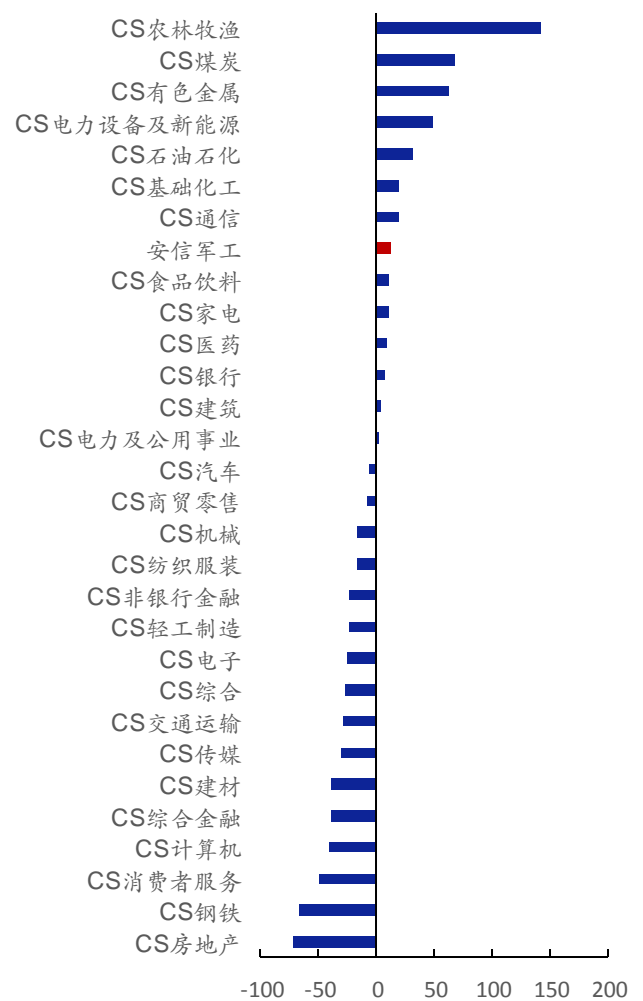
行业整体增长较好，行业增速排名居前。我们调整后得到的 109 家公司组成的军工行业在 A 股 30 个行业中，收入增速排名第 7，归母净利增速排名第 8，均处于行业领先地位。在 2021 年行业受疫情影响较小、基数较大的情况下，继 2021 年年报和 2022H1 财报数据持续反映军工产业链各环节高景气度后，2022Q3 行业营收和利润增速均实现较高增长，再次验证我们对军工行业高景气度的判断。随着十四五期间军工行业景气度持续向好，预计未来三年军工行业高速增长的确切性大，相对其他行业具有比较优势。

图 37: 2022Q3 军工行业营收增速排名第 7 位 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 2022Q3 年军工行业归母净利增速排名第 8 位 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.2. 公募基金 2022Q2 军工持股比例略有下降，重仓持股主要集中于航空产业链

2022Q3 公募基金重仓持股中军工持股总市值 1306.72 亿元，持仓比例为 5.29%，环比上升 1.05pcts；剔除军工行业被动基金后，重仓持股中军工持股市值为 788.18 亿元，持股比例为 4.55%，环比上升 0.85pcts，反映公募基金主动配置军工行业个股的意愿较强。Q3 重仓持仓前十占比 69.04% (Q2 重仓持仓前十占比 64.48%)，Q3 持仓前二十占比 87.48% (Q2 持仓前二十占比 86.66%)，持股集中度均有提升。2022Q3 重仓持仓前十个股为紫光国微、振华科技、中航光电、西部超导、中航沈飞、中航重机、菲利华、光威复材、航发动力、航天电器，航空板块成为重点配置；2022Q3 相比较 2022Q2 抚顺特钢、中航高科、中航机电出列，菲利华、光威复材、航天电器入列。2022Q3 加仓前十分别为紫光国微、中航重机、光威复材、航发控制、菲利华、钢研高纳、西部超导、振芯科技、中航沈飞、航天电器。2022Q3 减仓前十分别为抚顺特钢、中航机电、爱乐达、中航西飞、航天发展、宝钛股份、中航高科、三角防务、七一二、华测导航。从历史情况看军工持仓比例上升空间仍较大，在行业基本面逐步兑现情况下，预计会有不断的资金关注并配置军工板块。此外，以军工 ETF 及融资融券资金为例的被动资金及杠杆资金配置军工较 2022Q2 出现下滑，经过 2022Q3 波动后开始回升，预计后续不排除有进一步增加的可能。

表 12: 军工 ETF 基金份额情况

证券代码	证券简称	基金规模 [单位]亿元	基金份额	基金份额	基金份额
			[交易日期]2022-06-30 [单位]亿份	[交易日期]2022-09-30 [单位]亿份	[交易日期]2022-11-04 [单位]亿份
512660.OF	国泰中证军工 ETF	125.89	101.56	97.47	104.29
512710.SH	富国军工龙头 ETF	44.96	56.70	53.98	54.67
512680.OF	广发中证军工 ETF	33.35	26.92	27.58	26.89
512670.SH	鹏华中证国防 ETF	29.24	26.78	23.97	29.16
512560.SH	军工 ETF 易方达	6.72	9.53	9.29	9.36
512810.OF	华宝中证军工 ETF	5.07	3.62	3.24	3.76

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 13: 融资买入额及融资余额情况 (亿元)

板块	融资买入额			融资余额			融资余额占流通市值比		
	2022/06/30	2022/09/30	2022/11/04	2022/06/30	2022/09/30	2022/11/04	2022/06/30	2022/09/30	2022/11/04
军工板块	21.41	7.96	18.50	394.32	379.28	388.29	2.23%	2.26%	2.08%
CS 国防军工	26.01	8.55	18.41	395.52	385.80	388.20	2.39%	2.43%	2.20%
SW 国防军工	28.79	9.62	21.50	451.69	426.61	427.26	2.49%	2.47%	2.22%
全部 A 股	964.27	233.19	596.72	13747.81	13193.33	13296.70	1.97%	2.07%	2.08%

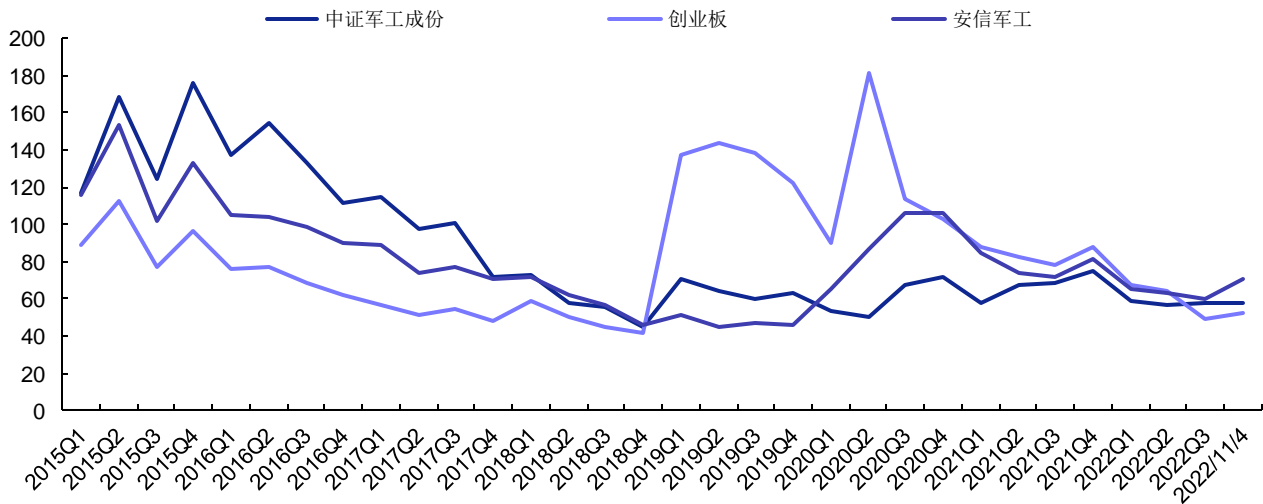
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.3. 估值与业绩匹配，预计市场对优秀公司估值认可度或将持续提升

多数标的估值已回归至合理范围，且估值与业绩增速仍相匹配。以 2022 年 11 月 04 日股价为基准，军工板块（安信军工股票池）目前动态 PE 在 70 倍，对应 22 年估值约为 44 倍，其中主机厂权重较大估值相对较高，基本在 50 倍以上，剔除主机厂后板块估值约为 41 倍，部分高景气公司市盈率甚至在 25 倍左右，我们预计行业 2022-2023 年业绩都将有望在行业高景气度下实现 20% 以上的增长，当前多数业绩增速较快的标的估值已回归至合理，实现了估值与业绩增长相匹配。其中，主机厂标的受益“十四五”航空航天装备景气度上行，长期空间有望打开，享有高端装备制造估值；国企零部件业绩复合增速预计将维持在 20% 以上，且仍然存在盈利能力提升和治理改善的预期，业绩和估值有望双升；新材料标的中以高温合金、钛合金、碳纤维复材标的为主，受益武器装备放量+单机用量提升以及国产化率提升三重驱动，典型公司未来 3 年或维持 30% 左右，当前估值仍处于合理偏低位置，未来成长性突出；信息化标的具备一定 TMT 属性，整体估值水平较高，但细分方向较多，且各有分化，

如元器件及红外芯片等方向业绩增长确定性高，且部分公司预计 2022 年有望保持高增速并享有估值溢价；民参军多采用分部估值，或具备一定弹性空间。

图 39：军工板块市盈率(TTM)波动分析



资料来源：Wind，安信证券研究中心

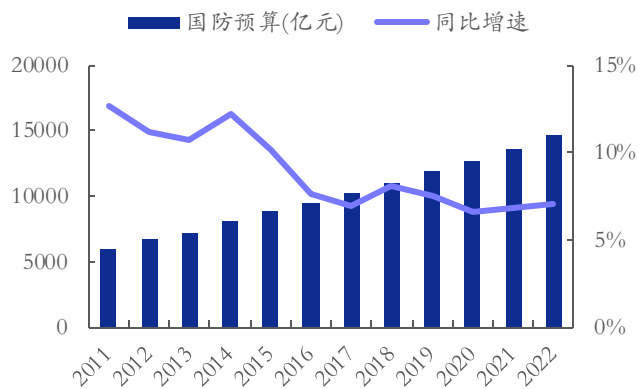
6. “十四五”期间需求端有望保持稳健增长，预计高景气赛道增速将达 30%左右

“十四五”纲要正式提出，加快国防和军队现代化。3 月 12 日《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》发布，提出贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，坚持党对人民军队的绝对领导，坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，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。根据“十四五”规划纲要，我国将着力提升制造业核心竞争力，从 8 个方向重点突破。一是高端新材料，具体包括高端稀土功能材料、高品质特殊钢材、高性能合金、高温合金、高纯稀有金属材料、高性能陶瓷、电子玻璃等先进金属和无机非金属材料；碳纤维、芳纶等高性能纤维及其复合材料、生物基和生物医用材料和茂金属聚乙烯等高性能树脂和集成电路用光刻胶等电子高纯材料等；二是重大技术装备，具体包括动车组、地铁列车、高端机床装备、先进工程机械、核电机组关键部件、邮轮、大型 LNG 船舶和深海油气生产平台等，推动 C919 大型客机示范运营和 ARJ21 支线客机系列化发展，大飞机产业链包括三个场景：飞机研制、运行保障和维修衍生；随着型号的放量交付，材料和相关供应商将直接受益，后续随着系统供应商国产化和军民融合服务的发展，大飞机产业链市场空间广阔；三是智能制造与机器人技术；四是航空发动机及燃气轮机技术，《纲要》提出加快先进航空发动机关键材料等技术研发验证，推进民用大涵道比涡扇发动机 CJ1000 产品研制，突破宽体客机发动机关键技术，实现先进民用涡轴发动机产业化，民用大涵道比涡扇发动机是大飞机的核心系统，也是大飞机产业链的重要组成部分；五是北斗产业化应用；六是新能源汽车和智能（网联）汽车；七是高端医疗装备和创新药；八是农业机械装备。在加快机械化信息化智能化和全面加强练兵备战的背景下，航天、航空产业链上下游有望保持高景气度，行业增速预计可达 30%左右。

国防预算稳定增长，与 GDP 增速匹配。据国防部公开信息，2022 年中国国防支出预计达 14760.81 亿元人民币（约合 2234 亿美元），较 2021 年增长 7.1%。对比 2019 年的 11899 亿元、2020 年的 12680.05 亿元及 2021 年的 13553.43 亿元，今年国防支出预算再次增加。

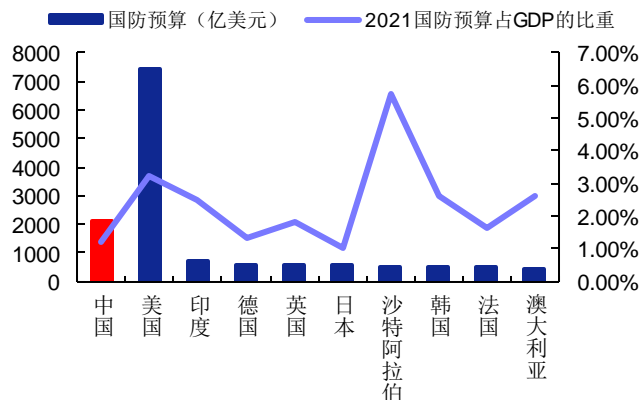
根据我们的复盘，自 2009-2018 年，我国 GDP 复合增速为 11.38%，高于军费 9.58% 的复合增速。近年来面对新形势环境，国防支出增速已经超过 GDP 增长。根据 2021 年报和 2022 年一季报数据，行业已呈现高速增长态势，再次验证行业整体景气度正自上而下进行传导，预计在“十四五”期间伴随下游航空航天重点型号的批产上量，需求端有望保持稳健增长，产业链各环节龙头公司亦将持续受益。

图 40：2011-2022 中国国防预算情况



资料来源：《新时代的中国国防》、安信证券研究中心

图 41：2021 年各国国防预算及占 GDP 比重图



资料来源：英国国际战略研究所、安信证券研究中心

我们认为，军工行业由外部环境与内部改革双重驱动，十四五有望维持较高增速。当前外部环境和内部改革驱动行业前行，十四五可能突破过去前低后高的五年规律，呈现加速增长格局，预计 22-23 年增速仍有望维持在 20% 以上的高水平，十四五有望维持高增速，其主要逻辑如下：

- 1) 周边局势紧张成为新常态，强军百年奋斗目标下武器装备建设十四五迎来大发展。美在南海动作不断，台独势力频频挑衅，十四五中国将加快国防和军队现代化，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。
- 2) 持续稳定的军费是行业增长关键因素，尤其关注武器装备提升背景下海、空、火箭军等重点投入方向。2022 年国防预算增速为 7.1%，合理且稳定上涨，此外市场上存在较多其他类资金，多投入于供给侧的制造阶段，持续的资金投入是军工行业增长的首要关键因素。此外更应当关注武器装备的重点投入方向，我国军费开支倾向用于更新武器装备，同时提出重点投入方向包括海、空、火箭军等。
- 3) 主战装备列装趋势加快，带动产业链景气度不断上行。我国目前武器装备结构为“五代为牵引、四代为骨干、三代为主体”，当前以“20”系列为代表的航空装备都处于快速批产上量阶段，主机厂需求饱满，且考虑航空装备产业链完整，预计下游主机厂的交付上量将带动产业链不断向上发展。
- 4) 军工体制改革提升企业经营效率。随着改革推进，行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革，使得行业生产效率得以改善。且股权激励有进一步推进的迹象，在价格改革的压力下，企业降低成本和费用的意愿将增强，可能带来行业盈利水平的提升。
- 5) 军改影响基本消除，留存资金较多未来增长加速。2021 作为十四五开局之年，军改影响已基本消除，且考虑留存资金较多，反而在十三五收官时有补偿性采购。我们预计未来业绩同比增长相对加快。

表 14：近 2 年部分股权激励公司

公司名称	时间	方案
西菱动力	2020/09/15	方式：限制性股票激励； 数量：以 8.55 元/股授予 320 万股，占总股本的 2%； 对象：181 人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员； 条件：2020 营业收入不低于 2019 年营业收入，2021、2022 营业收入较 2019 年营业收入增长率不低于 40%、60%。
新雷能	2020/10/23	方式：限制性股票激励； 数量：以 11.34 元/股授予 399 万股，占总股本的 2.41%；首次授予 2.23%+预留 0.18%； 对象：261 人，第一类激励对象包括公司的董事、高管及管理人员、业务和技术骨干等人员；第二类激励对象包括新引进管理、业务和技术骨干员工； 第一类激励对象解除限售条件：以 2019 年营业收入为基数，2020、2021、2022 年营业收入增长率不低于 3%、35%、70%；第二类激励对象解除限售条件：以 2019 年营业收入为基数，2021、2022 年营业收入增长率不低于 35%、70%。
火炬电子	2021/03/30	方式：限制性股票激励； 数量：以 30 元/股授予 83.90 万股，占总股本的 0.128%； 对象：152 人，包括公司公告本激励计划时在公司任职的董事、高级管理人员、核心骨干人员及 20 年以上工龄资深员工； 条件：以 2020 年营业收入为基数，2021、2022 年营业收入增长率不低于 30%、69%或以 2020 年净利润为基数，2021、2022 年净利润增长率不低于 30%、69%。
鸿远电子	2021/04/27	方式：限制性股票激励； 数量：以 61.71 元/股授予 100.00 万股，占总股本的 0.43%。 对象：103 人，包括公司董事、副总经理以及核心管理人员/核心技术骨干。 条件：以 2020 年营业收入为基数，2021、2022、2023 年营业收入增长率不低于 30%、69%、120%；或以 2020 年净利润为基数，2021、2022、2023 年净利润增长率不低于 35%、76%、128%。
智明达	2021/06/22	方式：限制性股票激励； 数量：以 34.5 元/股授予 106.06 万股(占总股本的 2.12%)，首次授予 2.10%+预留的 0.02%； 对象：共 97 人(占总员工人数 22.25%)； 条件：以 2020 年营业收入为基数，21-23 年营业收入增长率分别不低于 40%、70%、100%。
菲利华	2021/08/06	方式：限制性股票激励； 数量：以 26.54 元/股授予 850 万股(占总股本的 2.52%)，首次授予 2.29%+预留的 0.22%； 对象：共 397 人(占总员工人数 28.52%)；激励对象包括公司及控股子公司董事、高管、中层管理人员、核心团队人员； 条件：以 2020 年营业收入为基数，21-24 年营业收入增长率分别不低于 23%、53%、89%、134%。
振芯科技	2021/10/13	方式：限制性股票激励 数量：以 19.76 元/股授予 1120 万股(占总股本的 2%)； 对象：46 人，包括公告本激励计划时在公司任职的部分董事、高级管理人员、核心骨干； 条件：以 2020 年净利润为基数，21-23 年净利润增长率不低于 70%、115%、160%。
三角防务	2022/02/22	方式：限制性股票激励 数量：以 22.01 元/股授予 500 万股(占总股本的 1.01%)，首次授予 0.81%+预留的 0.20%； 对象：45 人(占总员工人数 28.52%)；激励对象包括公司(含子公司，下同)任职的董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员、技术骨干以及业务骨干； 条件：以 2020 年的净利润值为基数，23、24 年净利润增长率分别不低于 281.59%、396.07%。
航宇科技	2022/03/23	方式：限制性股票激励 数量：200.00 万股(占总股本 1.43%)，其中首次授予 1.14%+预留 0.29%； 对象：不超过 150 人(占总员工人数 34.25%)，激励对象包括董事、高级管理人员、核心技术人员等； 条件：23、24、25 年扣非净利润目标值 Am 分别为 1.61 亿元、2.01 亿元、2.48 亿元，触发值 An 分别为 1.43 亿元、1.75 亿元、2.12 亿元。当 $A \geq A_m$ 时，公司层面归属比例 $X=100%$ ；当 $A_n \leq A$ 时，公司层面归属比例 $X=80%$ ；当 $A < A_n$ 时，公司层面归属比例 $X=0$ 。
盟升电子	2022/04/07	方式：限制性股票激励

		<p>数量：授予 124.90 万股(占总股本的 1.09%)，其中首次授予 0.88%+预留 0.21%；</p> <p>对象：68 人(占总员工人数 16.63%)，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员及核心骨干；</p> <p>条件：以 2021 年的净利润为基数，2022、2023、2024 年的净利润增长率分别不低于 40%、90%、150%。</p>
光威复材	2022/04/26	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：475.90 万股(占总股本的 2.99%)，首次授予 2.57%+预留的 0.42%；</p> <p>对象：348 人；公司董事、党组织负责人、高级管理人员、控股子公司高管、中层管理人员以及核心骨干员工；</p> <p>条件：第一、二、三个解除限售期解锁条件分别为：1) 以 2020 年净利润为基数，可解除限售日前一年度净利润复合增长率不低于均不低于 20%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值；2) 23、24、25 年净资产收益率不低于 6.36%、7.08%、7.81%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值；3)23、24、25 年度经济增加值改善值(Δ EVA) >0。</p>
图南股份	2022/06/21	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：拟授予 35 万股(占总股本的 0.12%)；</p> <p>对象：共 19 人，包括在公司(含子公司)任职的董事会认为需要激励的技术(业务)骨干；</p> <p>条件：以 2021 年营业收入为基数，22、23 年营业收入增长率分别不低于 20%、44%；以 2021 年净利润为基数，22、23 年净利润增长率分别不低于 21%、53%。</p>
航宇科技	2022/7/28	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：拟授予 335.67 万股(占总股本的 2.40%)，首次授予 2.18%+预留的 0.21%；</p> <p>对象：不超过 150 人，包括董事、高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的其他人员)；</p> <p>条件：22-24 年扣非净利润目标值(Am)分别为 1.61、2.20、2.70 亿元，触发值(An)分别为 1.43、1.91、2.31 亿元，当 $A \geq Am$，公司层面归属比例 100%；当 $An \leq A < Am$，公司层面归属比例 80%；当 $A < An$，公司层面归属比例 0%。预留部分对应考核年度为 23-24 年，对应 Am 和 An 不变。</p>
雷电微力	2022/9/15	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：360 万股(占总股本的 2.07%)，首次授予 1.72%+预留的 0.34%；</p> <p>对象：101 人，包括公司(含下属子公司)任职的中层管理人员及核心骨干；</p> <p>条件：以 2021 年的净利润为基数，22 年净利润增长率分别不低于 20%，23-25 年净利润累计值相比于 2021 年增长率不低于 160%、340%、540%。</p>
亚光科技	2022/9/20	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：拟授予 3600 万股(占总股本的 3.57%)，首次授予 2.87%+预留的 0.70%；</p> <p>对象：共 106 人；包括在本公司(含控股子公司)任职的董事、高级管理人员、核心管理及技术(业务)骨干人员及董事会认为需要激励的其他人员；</p> <p>条件：以 2021 年为基准年，22-24 年营业收入增长率分别不低于 5%、15%、25%。</p>
中航光电	2022/9/23	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：拟授予 4192.6 万股(占总股本 2.64%)；</p> <p>对象：94 人，包括在本公司(含控股子公司)任职的董事、高级管理人员以及核心骨干员工；</p> <p>条件：以公司 2021 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为基数，23-25 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 15.00%，且不低于对标企业 75 分位值。</p>
安达维尔	2022/10/10	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：拟授予 165.1 万股；</p> <p>对象：共 86 人；包括在本公司(含全资子公司)任职的技术(业务)骨干人员、中层管理人员；</p> <p>条件：2023-2025 年，经审计净利润分别不低于 1.50、1.80、2.16 亿元；</p>
睿创微纳	2022/10/10	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：拟授予 1816 万股(占总股本的 4.07%)，首次授予 3.85%+预留的 0.22%；</p> <p>对象：共 131 人；包括在公司(含子公司)任职的董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员、技术骨干及业务骨干；</p> <p>条件：以 2021 年为基准年，22-25 年主营业务收入增长率分别为 20%、40%、60%、80%。</p>
中简科技	2022/10/13	<p>方式：限制性股票激励</p> <p>数量：拟授予 109.18 万股(占总股本的 0.25%)，首次授予 0.20%+预留 0.05%；</p> <p>对象：不超过 13 人；包括公司高级管理人员、中层管理人员及业务骨干；</p> <p>条件：以公司 2021 年营业收入为基数，22-25 年营业收入增长率不低于 70%、250%、300%、380%。</p>

智明达	2022/10/25	方式：限制性股票激励 数量：拟授予不超过 11.59 万股(占总股本的 0.23%)； 对象：共 25 人，包括公司公告本激励计划时在本公司（含合并报表分、子公司）任职的中基层管理人员及技术骨干； 条件：以 2021 年净利润为基数,23-25 年净利润增长率分别不低于 30%、50%、70%。
新劲刚	2022/10/26	方式：限制性股票激励 数量：拟授予 242 万股(占总股本的 1.33%)； 对象：共 46 人；包括公司公告本激励计划时在本公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干（不包括独立董事、监事）； 条件：以 2022 年营业收入为基准年, 23-25 年营业收入增长率分别不低于 15%、30%、45%。

资料来源：各公司公告、安信证券研究中心

军用技术民用化是军民融合重要内涵，将打开军工企业成长空间。此前市场认为，军工行业由于下游客户集中在军方且受限于国防预算限制，市场容量相对有限。但我们认为，国防科技工业为很多先进技术的发源地，被主要军事强国视为大国博弈的战略需求和提升国家科技创新能力的重要途径，在国际局势日趋复杂的情况下，军用基数的国产化和核心能力的自主可控逐渐成为行业核心发展方向，已形成市场共识，其民用化市场的拓展将为军工行业不断注入新的活力，进一步打开军工公司的成长空间。

表 15：军民共用技术的典型代表

分类	技术方向	军用	民用	典型公司
信息化	北斗导航	单兵、车载、机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	振芯科技、海格通信、华测导航、华力创通、中海达、合众思壮、北斗星通
	惯性导航	机载、弹载等	物联网、智能驾驶等	星网宇达、耐威科技、晨曦航空
	非制冷红外	热像仪、光电吊舱	消费产品、安防、智能驾驶等	睿创微纳、高德红外、大立科技
	三代半导体	相控阵雷达	5G 基站、电力电子等	海特高新、振华科技、13 所、55 所、亚光科技
新材料	碳纤维及复合材料	飞机、导弹等	风电叶片、压力容器等	光威复材、中简科技、中航高科
高端装备	无人机	侦查、打击等	物流领域等	航天彩虹

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

7. 投资主线：重点关注信息化、新材料、主机厂等方向

投资主线：航空航天承载了装备放量，信息化和新材料则是军工科技成长重心。

1) 航空装备：我军正处于军队建设期，而我国军机在数量与结构上相较国外军事发达国家仍有一定差距，随着我国国防武器装备需求不断提升、研制周期加快，部队训练力度加大，军机新型号有望加速列装。前期多家公司披露大额合同负债或将进一步改善产业链现金流，促进产品生产交付。我们认为航空装备在十四五期间将呈现高景气，带动产业链业绩提升，此外军品定价机制改革及股权激励方案的增加也将推动行业利润水平提升。**建议关注：【中航沈飞】、【中航西飞】、【航发动力】、【中航机电】、【江航装备】、【中航光电】、【中航重机】、【派克新材】、【航宇科技】、【迈信林】。**

2) 航天装备：导弹武器装备方面，导弹行业主要驱动因素主要来自：一是迭代期、二是战略储备需求增加、三是实战化训练带动。导弹领域十四五期间可能是最具有弹性的细分领域，将带来相关上市公司较快的业绩增厚，关注导弹板块的整体性机会，重点关注业绩弹性大、导弹业务占比高的标的。**建议关注：【航天电器】、【新雷能】、【广东宏大】。**

卫星互联网方面，北斗导航领域：北斗卫星导航产业链在 2021 年同比增速开始增长，预计 2022、2023 年仍将保持较高增速，在北斗导航产业链中北斗导航芯片、北斗导航终端需求增速较高；**卫星互联网领域：**中国卫星网络集团有望成为国内卫星互联网的主力军，目前虽

然国内卫星互联网还在发展初期，但卫星互联网仍将成为 6G 移动通信的重要发展方向。**建议关注：【振芯科技】、【盟升电子】。**

3) 信息化板块：因国产化进程、军队现代化建设、新型号更新速度加快等因素，自 2018 年以来持续超越行业增长，关注军工半导体、上游电子元器件、雷达及电子对抗、通信导航遥感等方向，部分公司业绩已率先进入高速增长阶段，预计 2022 年仍将保持。**建议关注：【振华科技】、【紫光国微】、【鸿远电子】、【智明达】。**

4) 新材料板块：建议重点关注高温合金、钛合金及碳纤维复合材料方向。军用新材料技术已基本实现自主可控并代表国内领先水平，且型号认证的双/多流水体制等使得供应商有限，供给端竞争格局较好，需求端由于主战机型及配套发动机放量且新材料应用占比不断提升以及主机厂外协比例提升、国产替代等因素，预计行业未来增长确定性较高，且需求上量后规模效应将不断显现，带动单位成本不断下降，因此行业毛利率或仍有提升空间并逐步兑现至利润，并具有向民用市场急需开拓的可能性，长期成长性较好。**建议关注：【中简科技】、【抚顺特钢】、【钢研高纳】、【西部超导】、【中兵红箭】、【光威复材】。**

表 16：投资主线：关注航空、航天、信息化和新材料等

主要方向	观点	关注标的
航空装备	近一年股价平稳，2021 年业绩平稳增长确定性仍较高，但估值有望重塑	中航沈飞、中航西飞、航发动力、中航机电、江航装备、中航光电、中航重机、派克新材、航宇科技、迈信林
航天装备	导弹：实战化训练及备战带来战略储备，业绩弹性大 卫星：北斗终端设备订单有望快速释放；卫星互联网有望迎来新进展	航天电器、新雷能、广东宏大 振芯科技、盟升电子
信息化	具有 TMT 属性，业绩、估值弹性大	振华科技、紫光国微、鸿远电子、智明达
新材料	技术密集型和资本密集型，壁垒较高；新机型等放量及占比提升使得规模效应突出，成长性好	宝钛股份、钢研高纳、西部超导、中兵红箭、光威复材

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

8. 重点公司三季报点评

8.1. 中航沈飞：2022 年前三季度业绩稳健增长，在手订单稳步交付

■事件：公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司实现营业总收入 302.79 亿元(+21.52%)，归母净利润 17.4 亿元 (+19.68%)，扣非后净利润 16.98 亿元 (+22.5%)。

■点评：

2022 年前三季度公司业绩稳健增长，景气度持续。公司发布 2022 年三季报，公司实现营业总收入 302.79 亿元 (+21.52%)，归母净利润 17.4 亿元 (+19.68%)。毛利率 9.51% (-0.31pcts)。公司三费率 0.82% (-0.32pcts)，其中销售费用率 0.02% (-0.02pcts)，管理费用率 1.71% (-0.04pcts)，财务费用率-0.9% (-0.26pcts)。净利率 5.74% (-0.09pcts) 小幅波动。2022 年三季度单季，公司实现营收 104.67 亿元 (+16.31%)，归母净利润 6.22 亿元 (+23.14%)。公司批产产品生产需求旺盛，中长期景气度持续。

公司加大研发力度，关键技术加速推进，在手订单稳步交付。1) 公司技术体系不断完善迭代，关键技术研究加速推进。2022 年前三季度公司研发费用 5.31 亿元 (+37.78%)，主要系研发投入增加所致。2) 公司存货周转，产品持续交付。公司存货 100.12 亿元 (相较期初+13.91%)，应付账款 208.62 亿元 (相较期初+106.19%)，系公司采购增加，积极备货。公司合同负债 132.48 亿元 (-64.02%)，应收账款 54.67 亿元 (相较期初+44.98%)，在手订单已开始进行交付。2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额-120.83 亿元 (-265.17%)，应收账款 54.67 亿

元（相较期初+44.08%），已交付产品持续通过验证，但尚未到回款周期。**我们认为公司产品持续交付，结合公司采购及订货来看，下游需求景气度持续。**

拟收购吉航股权，纵向延伸产业链。2022年4月29日，公司发布公告，拟以1.57亿元现金收购沈飞企管持有的吉林航空维修有限责任公司60.00%股权；并以现金方式向吉航公司增资2.00亿元。本次交易完成后，公司将持有吉航公司77.35%股权并成为其控股股东。此次收购有利于公司健全航空防务装备产业链，完成产业链纵向延伸，加快推动实施航空维修保障能力建设项目，构建面向装备全寿命周期的维修体系。

拟战略投资中航电子，加强与机载系统业务的战略协同。根据6月11日公告，公司拟以1.8亿元现金认购中航电子募集配套资金非公开发行的股票。中航电子作为整合后的机载系统上市平台将成为公司重要的配套供应商。中航沈飞认购中航电子非公开发行股票属于战略投资，通过建立资本纽带关系，有利于公司加强与航空工业集团机载系统业务的战略协同，将进一步加强航空产业链上下游的通力合作，保障供应链体系稳定，实现互利共赢。

先进战机仍是未来装备重点采购对象，公司业绩有望持续提升。美国国防部的数据显示，2021年美军采购先进战机的经费约占当年装备采购总经费的21%，在各类主战装备中占比最高，是装备采购的重点对象。中航沈飞是我国先进战机核心供货商之一，得益于先进战机在装备采购中的重要地位，以及公司研发投入的不断提升，我们认为，公司未来将有更多产品进入批产列装阶段，结合公司管理水平的不断提升，公司业绩有望持续增长。

投资建议：①公司是目前国内歼击机唯一上市平台，公司未来将充分受益于军机需求放量。②股权激励有效提振公司生产交付效率，未来激励范围有望进一步扩大。③军品定价机制改革，有望打开公司中长期盈利空间。

我们预计2022-2024年公司的净利润分别为22.3、29.3、36.9亿元，对应估值分别为62.2X、47.3X、37.6X。维持“买入-A”评级。

风险提示：下游需求不及预期，国防预算增长不及预期。

8.2. 中航西飞：2022年前三季度合同负债增长338.71%，下游需求景气持续

事件：公司发布2022年三季报，公司实现营业总收入283.45亿元（+22.66%），归母净利润6.57亿元（+8.07%），扣非后净利润6.05亿元（+12.86%）。

点评：

2022年前三季度归母净利润增长8.07%，关键核心技术攻关能力不断提升。2022Q3公司实现营业总收入283.45亿元（+22.66%），归母净利润6.57亿元（+8.07%），扣非后净利润6.05亿元（+12.86%）。公司毛利率7.31%（+0.64pcts），小幅提升。三费率2.75%（-0.38pcts），其中销售费用率0.83%（-0.19pcts），管理费用率2.11%（-0.04pcts），财务费用率-0.19%（-0.15pcts）。公司加大研发力度，研发费用1.25亿元（+33.64%）。公司净利率2.32%（-0.31pcts），小幅下降。2022三季度单季，公司实现营收92.25亿元（+14.49%），归母净利润1.74亿元（-35.99%），系公司收到商品货款增加，缴纳增值税增加，导致税金及附加较上年同期增加所致。公司在设计、制造和服务方面不断提升基础技术和关键核心技术攻关能力，推动自主创新能力提升。

合同负债大幅增长，下游需求景气，公司积极备产，现金流大幅好转。2022前三季度，公司合同负债252.43亿元（+338.71%），或因主力型号大额合同落地，未来生产交付节奏将加快。同时，存货277.96亿元（相较期初+11.82%），应付账款366.31亿元（相较期初+40.95%），系

对应订单落地，相关采购增加，积极备产。货币资金 213.35 亿元（相较期初+222.72%），主要由于报告期销售商品收到现金增加所致。2022Q3 公司销售商品收到的现金增加，经营活动产生的现金流量净额 245.53 亿元，由负转正，大幅好转。

军民用中大型飞机研发制造龙头，航空装备主业有望持续向好。我国国产 C919 大型客机于 2022 年 9 月完成全部适航审定工作后获中国民用航空局颁发的型号合格证，并将于 2022 年底交付首架飞机，未来有望迎来量产交付。报告期内，公司承担的 C919 飞机、AG600 飞机、ARJ21 飞机中机身等部件生产交付任务顺利完成。同时，公司承担的 A321 飞机机翼研制项目首架已正式开工，该项目的顺利启动，巩固了公司作为空客公司亚洲地区一级供应商的核心地位，对公司国际转包业务的长远发展具有重要战略意义。我们认为，公司将充分受益国产民机高景气周期，随着未来军民机产品如期交付，公司主业有望持续向好。

■投资建议：

公司是国内大中型航空装备产业化平台，也是 C919、AG600、ARJ-21 等民用飞机的主要零部件供应商，将直接受益于民机国产化快速推进。同时，“十四五”期间航空装备升级换代需求提升，随着公司重点型号产品订单落地，与规模效应的显现，我们认为有望带动公司整体盈利能力提升。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 10.4、13.9、17.4 亿元，对应估值分别为 74.2X、55.2X、44.3X。维持“买入-A”评级。

■风险提示：下游需求不及预期，国防预算增长不及预期。

8.3. 中航重机：前三季度归母净利润同比+50.46%，盈利能力稳步提升

■事件：10 月 30 日，公司发布 2022 年三季报，实现收入（77.18 亿元，+18.34%），归母净利润（9.16 亿元，+50.46%）；单三季度实现收入（26.41 亿元，+26.33%），归母净利润（3.55 亿元，+4.99%）。

■业绩稳健增长，净利率持续提升

报告期内，锻造行业市场需求旺盛，公司以市场为牵引，以客户为中心，不断深化改革，优化资源配置，实现经营业绩稳步增长。前三季度公司实现营业收入 77.18 亿元，同比增加 18.34%，主要系市场订单增加，产品交付能力提升；归母净利润 9.16 亿元，同比增加 50.46%，主要是营业收入同比增长，成本费用增幅小于收入增幅，利润率得到提升。盈利能力方面，前三季度公司毛利率为 29.30%，同比上升 0.12pct，我们预计主要与公司当前聚焦主业工作完成效果突出且高附加值产品交付占比有序提升有关；净利率为 13.16%，同比增加 2.02pct，主要与期间费用率同比下降 2.89pct 至 11.54% 有关，其中管理费用率同比下降 1.22pct，财务费用率下降 1.36pct，表明公司积极协调内部资源，持续强化质量整治，进一步提升资金使用效率。此外，前三季度公司信用减值损失为-3.25 亿元，较去年同期减少 0.8 亿元。

分季度来看，Q1-Q3 公司分别实现营收 20.65/30.13/26.41 亿元，或与产品交付节奏波动有关；实现归母净利润 2.08/3.52/3.55 亿元，Q3 净利润在收入环比下降的情况下，环比增加 0.85%，预计主要因为（1）Q3 毛利率稳步上升。前三季度毛利率分别为 28.55%/28.86%/30.37%，Q3 毛利率环比增加 1.51pct，或与公司高附加值产品交付占比提升有关。（2）Q3 管理费用减少 1934 万；Q3 计提资产减值损失-3713.27 万元，较 Q2 计提的-151.64 万元减少约 3561 万。净利率方面，前三季度净利率分别为 10.95%/12.73%/15.39%，Q3 净利率环比提升 2.66pct，主要系前述 Q3 毛利率环比增加及各项费用减少所致。我们认为，军工行业下游需求旺盛，伴随新型号逐渐定型批产以及公司高附加值产品占比提升，公司盈利能力或仍有提升空间。

■ **资产负债表前瞻性指标增幅明显，现金流有所下滑。**前三季度存货较期初增长 10.99%，表明公司当前订单充足，正积极备产备货组织生产。同时，三季度末应收账款较期初增加 86.07%，较二季度末增加 18.68%，结合报告期末合同负债较期初下降 37.49%，表明公司当前订单交付顺利，确认收入后可持续兑现业绩。此外，公司在建工程较期初增加 132.43%，主要是募投项目投入增加，表明公司处于产能扩张期。此外，前三季度经营性现金流净额转负为-3.09 亿元，较上年同期减少 13.43 亿元，主要是报告期内现金回款同比减少且公司开具的应付票据于本期到期付现较多所致。

■ **定增募投加强生产能力，股权激励助力长远发展**

公司于 2018 及 2020 年分别募集 13.27 及 19.1 亿元用于实施公司锻造、液压和热交换器主业能力建设项目，不断增强主业生产能力，在强化军品市场优势的同时扩大民品市场份额；此外，2020 年公司增资安吉精铸不断拓展产业链上下游完善布局，巩固公司精铸件在国防武器装备配套中的重要地位和影响力。同时，公司于 2020 年推出股权激励计划，以 6.89 元/股价格授予董事、高管、核心技术人员等 115 名员工 777 万股（占总股本 0.83%）限制性股票，预计在公司推出股权激励计划后将成功绑定核心业务骨干利益，不断调动员工积极性，有望极大提升公司管理运营能力，加速业绩释放，增强公司核心竞争力，助力长远发展。

■ **投资建议：**公司作为我国军用航空锻造龙头，配套历史悠久且技术实力雄厚，并先后通过两次定增募投增强生产能力，龙头地位稳固，并有望核心受益于航空航发新型号批产上量带来的需求景气度持续上行，同时公司不断剥离低效及亏损资产，加速聚焦航空主业的同时整体盈利能力仍有望逐渐提升；此外，公司于 2020 年推出股权激励计划，在成功绑定核心业务骨干利益的同时，有望在费用控制端更进一步，加速业绩释放，增强公司核心竞争力。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12.9、17.6 及 23.0 亿元，对应估值分别为 40、29 及 22 倍。

■ **风险提示：**军品业务进展不及预期；液压民品减亏不及预期。

8.4. 中航机电：2022 年前三季度归母净利润增长 16.74%，盈利能力提升

■ **事件：**公司发布 2022 年三季报，公司实现营业总收入 123.16 亿元（+6.56%），归母净利润 10.37 亿元（+16.74%），扣非后净利润 9.21 亿元（+12.23%）。

■ **点评：**

2022 年前三季度归母净利润增长 16.74%，盈利能力提升。2022 前三季度，公司实现营业总收入 123.16 亿元（+6.56%），归母净利润 10.37 亿元（+16.74%），毛利率 24.76%（+2.86pcts），主业规模持续扩大，其中，三季度单季实现营收 38.17 亿元（+3.30%），归母净利润 3.69 亿元（+2.65%）。2022 前三季度，公司三费率 8.25%（-0.29pcts），其中销售费用率 0.82%（+0.13pcts），管理费用率 8%（+0.33pcts），财务费用率 -0.58%（-0.75pcts）。公司持续研发投入，研发费用 8.51 亿元（+70.06%）。公司毛利率与管理效率的双重提升，促进净利率上升 0.57pcts 至 8.71%，盈利能力提升。

公司积极备货，预计现金流四季度将好转。2022 前三季度，公司合同负债 21.74 亿元（+25.2%），存货 68.19 亿元（相较期初+9.49%），预付款 5.75 亿元（相较期初+63.37%），反映公司订单增长，积极备货。经营活动产生的现金流量净额为-28.64 亿元，而应收账款 101.11 亿元（相较期初+57.74%），由于军品应收账款回款集中于四季度，预计四季度现金流将得到好转。

剥离非核心资产，盈利能力有望进一步提升。6 月 29 日，公司公告，公司旗下子公司庆安集团以其所持有庆安制冷 51% 股权向北京航华以非公开协议方式进行增资，庆安集团原持

有庆安制冷 65.62% 股权，本次交易完成后，庆安集团持有庆安制冷的股比将变为 14.62%，庆安制冷将不再纳入庆安集团合并报表范围。我们认为，公司进一步剥离非核心资产，继续深化聚焦航空主业的经营理念，公司治理水平不断提升，未来盈利能力有望进一步提高。

中航电子拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台。根据 6 月 10 日公司发布的预案，中航电子拟吸收合并中航机电并定增募资 50 亿。中航电子的换股价格为 18.94 元/股（分红后），中航机电的换股价格为 12.59 元/股，换股比例为 1: 0.665。中航电子与中航机电分别是航空工业旗下航空电子系统与航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台。若吸收合并完成，中航电子作为存续公司将整合吸收合并双方资源，优化航空工业机载板块的产业布局，发挥规模效应，实现优势互补，有效提升存续公司核心竞争力，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，打造具有国际竞争力的航空机载产业。

受益于航空工业高景气度，公司未来发展空间广阔。“十四五”期间，我国国防和军队现代化建设将继续深入，是“确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”的关键时期。当前，我国军机处于新型号批量换装的加速时期，公司军用机电系统将从中受益并保持稳定增长，是公司内生增长的主要驱动因素。未来我国民机市场广阔，ARJ21、蛟龙 600 等民用机型已经实现量产，C919 中型客机适航取证工作正如火如荼地进行，未来有望迎来交付量产，C929 大型客机正在加紧研制，未来国产民用航空产业将实现高速增长。我们认为，公司作为国内航空机电平台龙头企业，将充分受益于国内航空产业的蓬勃发展。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 15.4、18.4、22.1 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 30.8、25.7 和 21.4 倍，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**公司军品订单不及预期的风险；国内民用客机进展不及预期的风险。

8.5. 中航电子：2022 年前三季度归母净利润增长 20.85%，打造航电系统旗舰平台

■ **事件：**公司发布 2022 年三季报，公司实现营业总收入 79 亿元（+13.89%），归母净利润 6.95 亿元（+20.85%），扣非后净利润 5.87 亿元（+14.27%）。

■ **点评：**

2022 年前三季度公司归母净利润增长 20.85%，打造航电系统旗舰平台。公司是航空工业集团旗下航空电子系统的专业化整合和产业化发展平台，拥有较为完整的航空电子产业链，同时公司拟吸并中航机电，打造航电系统旗舰平台。2022 年前三季度，公司实现营业总收入 79 亿元（+13.89%），归母净利润 6.95 亿元（+20.85%），其中，三季度单季公司实现营收 27.13 亿元（+16.89%），归母净利润 1.75 亿元（-7.99%）。公司持续优化供应链运营管理和生产交付能力，按计划参与重点装备和国家重大科技专项任务，同时持续拓展非航空防务和非航空民品业务。

前三季度公司提质增效，盈利能力提升。2022 年前三季度，公司三费率 10.51%（-0.92pcts），小幅下降，其中销售费用率 0.83%（-0.18pcts），管理费用率 8.5%（-0.32pcts），财务费用率 1.18%（-0.42pcts）。公司加快完善公司治理和制度体系，推动研发与技术进步。研发费用 7.71 亿元（+38.77%）。2022Q3 公司毛利率 29.75%（+0.75pcts），净利率 9.11%（+0.53pcts），盈利能力提升。我们认为公司持续提升运行效率和质量，优化产品结构，盈利能力有望进一步提升。

2022Q3 合同负债同比增长 20.01%，产业链景气度持续。2022Q3 公司合同负债 9.04 亿元

(+20.01%)，表明订单充足，公司配套下游多个主机厂，反映行业需求景气。存货 70.15 亿元（相较期初+14.78%），应付账款 65.38 亿元（相较期初+35.85%），系相关采购增加，积极备货。2022Q3 公司经营活动产生的现金流量净额-19.11 亿元（同比由正转负）。我们认为，未来公司订单有望保持增长态势，产业链景气度将持续。

中航电子拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台。根据 6 月 10 日公司发布的预案，中航电子拟吸收合并中航机电并定增募资 50 亿。中航电子的换股价格为 18.94 元/股（分红后），中航机电的换股价格为 12.59 元/股，换股比例为 1: 0.665。中航电子与中航机电分别是航空工业旗下航空电子系统与航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台。若吸收合并完成，中航电子作为存续公司将整合吸收合并双方资源，优化航空工业机载板块的产业布局，发挥规模效应，实现优势互补，有效提升存续公司核心竞争力，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，打造具有国际竞争力的航空机载产业。

■投资建议：

公司是航空工业集团旗下航空电子系统的专业化整合和产业化发展平台，业务覆盖防务航空、民用航空、先进制造业三大领域。未来或将充分受益于“十四五”期间新一代航空装备的放量以及国产大飞机项目的逐步落地。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 9.7、11.9、14.6 亿元，对应估值分别为 37.3X、30.4X、24.7X，维持“买入-A”评级。

■风险提示：吸收合并终止的风险和下游需求不及预期的风险。

8.6. 江航装备：2022 前三季度收入同比增长 22%，研发投入持续加码

■事件：10 月 26 日，公司发布 2022 年三季报。前三季度，公司实现营业收入（8.83 亿元，+21.99%），归母净利润（2.22 亿元，+12.30%）；单三季度，实现营业收入（2.97 亿元，+22.76%），归母净利润（0.75 亿元，+7.36%）。

■强军需求带动前三季度收入稳定增长，研发投入持续加码。公司作为国内唯一航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地，亦是国内最大的飞机副油箱及国内领先的特种制冷设备制造商，在报告期内积极开拓市场，挖掘潜在客户，核心受益于强军背景下装备需求放量。前三季度，公司实现营业收入 8.83 亿元，同比增长 21.99%，收入规模伴随下游高景气实现稳步增长。公司前三季度盈利能力有所减弱，毛利率同比下降 3.74pct 至 42.88%，或主要系前两季度高毛利航空产品交付占比下降且销售规模提升过程中价格承压所致，期间共实现归母净利润 2.22 亿元，同比+12.30%，净利率同比下滑 2.17pct 至 25.20%。净利率降幅小于毛利率主要系报告期内公司不断加强内部控制，经营效率持续提升，前三季度期间费用率下降 0.56pct 至 16.77%，达到历史同期最低水平。研发费用率则较期初提升 1.46pct 至 6.07%，研发投入合计达 9,667.27 万元，同比增加 32.00%，占营收比例达 10.95%，主要系公司科研研发产品较上年同期增加所致。我们认为，随着研发投入持续加码，有望加快未来高附加值产品的投产速度，为公司盈利水平的提升形成正向助力。

■单三季度收入增长 22.76%，净利润受研发投入及大额计提扰动。公司 22Q3 实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 22.76%，Q3 毛利率同比增长 2.20pc，环比增长 0.89pct 至 45.58%，为 21Q3 至今的单季度最高毛利率水平，或主要系 Q3 公司高附加值产品交付占比提升所致。公司 Q3 共实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 7.36%（剔除信用、资产减值计提后同比+23%）净利率为 25.31%，同比减低 3.64%。公司净利润增速缓于同期收入增速，且净利率在毛利率增长的前提下出现下滑，主要系报告期内费用增加所致，其中 Q3 利息收入减少 20.09%导致财务费用率提高 2.09pct，同时研发投入同比增长 32.19%至 4025.78 万，占营收比例提升 0.97pct 至

13.57%。此外，Q3 分别产生资产减值计提 674.68 万和信用减值计提 399.41 万，对净利润水平形成一定扰动。

■ **存货及在建工程预示景气上行，现金流有望迎来改善。** 公司期末存货为 6.91 亿元，较季度初减少 3.39%，结合季度初库存商品及发出商品合计占总存货规模的 55.70%，此次存货水平下降或为此前部分库存品交付并兑现至收入端所致。期末应收账款及应收票据合计较季度初增长 17.73% 至 7.26 亿，结合报告期末合同负债则较季度初下降 21.13 至 2.02 亿，或为此前部分订单已完成交付并等待收入确认，后续有望逐步兑现至收入端增厚公司业绩。公司前三季度经营性活动现金流净额为 -2.19 亿元，较上年同期减少 247.38%，主要系期内预收货款较上年同期大幅下降所致，预计 Q4 现金流或有望伴随订单交付确认得到显著改善。

■ **投资建议：** 考虑到航空装备高景气，公司航空产品增速高于行业，制冷业务贡献更大业绩弹性，以及公司前期改革成效显著等因素，我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.4、5.1 和 7.6 亿元，对应 PE 为 29X、20X 和 13X。

■ **风险提示：** 军机换装列装进度不及预期，制冷领域竞争格局恶化，民用航空订单及国产替代不达预期

8.7. 派克新材：前三季度归母净利润同比+64.51%，资产负债表彰显需求高景气

■ **事件：** 10 月 27 日，公司发布 2022 年三季报，实现收入（21.12 亿元，+77.28%），归母净利润（3.51 亿元，+64.51%）；单三季度实现收入（8.54 亿元，+100.04%），归母净利润（1.22 亿元，+68.74%）。

■ 业绩稳定增长，资产负债表前瞻指标表现突出

报告期内，公司坚持外拓市场，内抓管理，加强产品技术研发及创新，为企业发展打下坚实基础。前三季度公司实现营业收入 21.12 亿元，同比增加 77.28%，归母净利润 3.51 亿元，同比增加 64.51%，主要是航空、航天行业景气度向好，公司订单充足且经营规模扩大所致。盈利能力方面，前三季度公司毛利率为 25.91%，同比下滑 3.24pct，我们预计主要与特种产品及高附加值产品占比波动有关；净利率为 16.62%，同比增加 0.54pct，主要与期间费用率同比下降 3.52pct 至 11.37% 有关，其中销售费用率同比下降 0.57pct，管理费用率同比下降 2.2pct，财务费用率下降 0.16pct。

分季度来看， Q1-Q3 公司分别实现营收 6.11/6.46/8.54 亿元，Q3 营收环比增长 32.20%，或与公司不断提高产能产出，扩大经营规模有关；实现归母净利润 1.07/1.22/1.22 亿元，Q3 净利润与 Q2 持平，低于营收增速，预计主要因为（1）Q3 毛利率有所下滑。前三季度毛利率分别为 27.54%/26.44%/24.35%，Q3 毛利率同比降低 4.54pct，环比降低 2.09pct，或与三季度军品交付节奏波动有关。（2）Q3 计提信用减值损失 2525.85 万元，较 Q2 计提的 120.81 万元增加约 2400 万。净利率方面，前三季度净利率分别为 17.58%/18.84%/14.25%，Q3 净利率环比下滑 4.59pct，主要系前述 Q3 毛利率环比下降及计提大额信用减值损失所致。

资产负债表科目反映下游需求仍处旺盛态势。 前三季度存货及预付款项分别较期初增长 41.88% 及 29.28%，表明公司当前订单充足，正积极备产备货组织生产。同时，三季度末应收账款较期初增加 107.72%，较二季度末增加 39.52%，结合报告期末合同负债较期初下降 30.20%，表明部分订单已完成交付并等待确认收入，后续有望逐步兑现至收入端增厚公司业绩。在建工程较期初增加 44.62%，再次佐证前述公司正处于扩张期，产能规模快速提升。此外，前三季度经营性现金流净额较期初下滑 250.24%，主要是报告期内航空、航天行业景气度向好，主营

业务增长应收账款增加以及存货增加所致。

■ 军用环形锻件龙头，发动机行业蓬勃发展带动航空业务持续上量

1) 竞争格局看，由于锻件产品具有多规格、定制化特点，在装备前期设计阶段即需要公司参与设计定型，且一旦确定供应关系后将基本不会更换，行业进入壁垒较高，格局较为稳定；
 2) 供需关系看，我国新型号战机换装列装带来对发动机需求提升，叠加国产化比例不断提高，预计发动机行业将迎来快速发展时期，而公司作为我国发动机环形锻件核心供应商之一，伴随在役型号上量及预研型号批产，航空业务有望继续保持快速增长，且锻件行业作为重资产行业，伴随量提升后规模效应显现，预计盈利能力或仍有提升空间。

■ **投资建议：**公司是我国环形锻件领域龙头企业，军品已进入航发集团、航天科技集团及航天科工集团等供应体系，考虑航空发动机、火箭及导弹领域正处于快速发展阶段，预计公司航空航天业务有望继续保持高速增长，且伴随高毛利率军品业务不断上量，将为公司业绩增长奠定坚实基础；民品下游电力及石化行业均为支柱产业，将继续为公司夯实基本盘。预计公司 2022-2024 年净利润分别为 4.2、5.6、7.3 亿元，对应估值分别为 48、36、28 倍，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**航空航天业务不及预期；民品领域进展低于预期。

8.8. 航宇科技：2022 前三季度归母净利润+47.65%，现金流未来有望显著改善

■ **事件：**10 月 30 日，公司发布 2022 年三季报。前三季度，公司实现营业收入（9.91 亿元，+57.81%），实现归母净利润（1.34 亿元，+47.65%）；单三季度，实现营业收入（3.67 亿元，+62.64%），实现归母净利润（4,062.33 万元，+39.95%）。

■ **前三季度收入增长显著，净利率水平受大额减值扰动。**受益于下游航空及能源装备下游需求高景气，公司锻件产品销售量增长显著，前三季度共实现营业收入 9.91 亿元，同比增长 57.81%。前三季度毛利率同比提升 1.25pct 至 33.87%，或主要系公司生产能力增强形成规模效应，共实现净利润 1.34 亿元，同比增长 47.65%，净利率则同比小幅下滑 0.93pct 至 13.55%，主要系报告期内管理费用率增加 0.69pct 至 11.65%，同时伴随公司持续加大研发投入力度研发费用率同比增长 0.56pct 至 5.45% 所致。此外，信用减值损失及资产减值损失分别较上年同期增加 891.31 万及 984.85 万，对前三季度净利率形成扰动。

■ **单三季度收入水平创历史新高，毛利率受或因交付结构小幅下滑。**公司 21Q3-22Q3 营业收入分别为 2.26、3.32、3.12、3.12 及 3.67 亿元，单三季度营收达到历史单季度最高水平，同比增长 62.64%，环比增长 17.87%，体现公司产销能力伴随产能扩充逐季提升显著。22Q3 毛利率 32.83%，同比降低 1.77pct，环比降低 1.46pct，或为报告期内产品交付结构存在差异所致。22Q3 共实现归母净利润 4,062.33 万元，同比增长 39.95%，环比减少 2.65%，对应净利率 11.06%，同比降低 2.79pct，环比降低 3.33pct，与毛利率波动方向一致。净利率下降幅度大于毛利率或主要系信用减值损失及资产减值损失分别较上年同期增加 430.41 万及 241.12 万所致。

■ **资产负债表体现当前交付顺利并积极备产，现金流有望伴随 Q4 回款迎来改善。**应收账款较季初增长 30.42% 至 6.35 亿，结合公司合同负债较季度初减少 39.66%，或表明公司当前订单交付顺利，考虑到回款主要集中于年底的行业特点，预计部分应收款项有望于 Q4 完成收入确认并兑现至收入端。预付账款较季度初增长 76.82%，同时存货较季度初增长 14.41%，或表明公司当前订单预期充足，正积极备料以应对未来需求增长。报告期内由于营业收入规模扩大，原材料采购量增加，同时兑付应付票据，最终导致经营性活动现金流较去年同期减少

为-1.18 亿，或有望伴随 Q4 集中交付回款得到改善。

■**投资建议：**公司作为我国航发及航天锻件领域核心供应商，再下游在役及在研多型号产品的逐步定型批产背景下，公司目前正处于从小批量多品种生产向大规模批量化生产过渡阶段，而公司募投项目所带来的后续产能释放将进一步提升公司生产规模，预计后需伴随规模效应的进一步兑现后，盈利弹性或逐步显现。预计 2022-2023 年归母净利润分别为 2.0、2.8 亿元，对应估值 64x、46x。维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**军品订单不及预期；民品订单不及预期。

8.9. 豪能股份：2022 三季度归母净利环比增长 33%，航空业务产能释放未来可期

■**事件：**10 月 14 日，公司发布 2022 年三季度报告。前三季度，公司实现营业收入 10.72 亿元(+0.70%)，归母净利润 1.66 亿元(-5.48%)；单三季度，实现营业收入 3.60 亿元(+7.53%)，归母净利润 0.48 亿元(+3.99%)。

■**宏观因素下前三季度业绩承压，四季度改善值得期待。**受宏观经济环境叠加疫情等多种因素影响，公司上半年商用车业绩承受较大冲击，其中重卡业务下滑明显，公司业绩承压，前三季度共实现营业收入 10.72 亿元(+0.70%)，结合半年报中航空零部件业务高增表现，我们判断该业务在前三季度收入端起到重要支撑作用。公司前三季度毛利率为 35.58%(-3.02pct)，毛利率下滑或主要系商用车下游市场需求不景气而产生降价压力所致。前三季度净利率为 16.17%(-2.10pct)，净利率降幅小于毛利率或主要系报告期内公司进一步提高运营管理效率，期间费用率下降 1.33pct 至 16.92%所致，最终实现归母净利润 1.66 亿元(-5.48%)。

单三季度营收及利润均取得正向增长，环比改善显著。三季度以来，虽受当地疫情及限电影响，但伴随下游需求复苏及航空零部件产能逐步释放，报告期内公司实现营业收入 3.60 亿元，同比增长 7.53%，环比增长 18.81%。单三季度毛利率为 32.13%(-6.13pct)，或主要系限电及疫情原因导致原材料价格上涨及高附加值产品下游交付不畅所致。单三季度公司经营效率进一步提升，销售费用率及管理费用率分别下降 1.25pct 及 3.67pct，最终实现归母净利润 0.48 亿元，同比增长 3.99%，环比增长 33.33%。**我们预计，伴随限电影响消除及航空零部件产能进一步释放，规模效应凸显，公司 Q4 业绩有望迎来进一步改善。**

■**航空零部件产能实现初步扩充，未来有望助力公司盈利能力跃升。**周边局势紧张成为新常态，先进战机需求迫切且确定，预计十四五规模超 2000 亿元。据《World Air forces 2022》数据，截至 2021 年底，我国现役四代机仅 19 架(占比 2%)，考虑已交付数量占比仍较小，预计十四五新增数量约百余架，规模超 2000 亿元。随着先进战机需求量的持续增长，整体框、梁、肋的出现及整体壁板结构的广泛应用使得数控机床加工零件的类型和品种日益增加，其中，加工难度大、毛利率水平高数控机床加工的精密零件和钣金件比例越来越高。公司自去年实现对昊轶强 100%控股，成功切入航空零部件、相关设备设计制造及装配领域，并在后续积极投入资源，加快相关产能建设，据半年报，“新都航空产业园航空零部件研发制造基地项目”第一期航空零部件精密制造厂区已初步形成产能。**我们认为，随着产品结构的升级和数量提升的双重驱动下，公司有望实现盈利能力的进一步提升。**

■**可转债发行申请获批，汽车差速器产能有望迎来迅速爬升。**公司于 4 月 18 日发布公告，拟发行可转债募资不超过 5 亿元，其中 3.5 亿元用于泸州豪能的汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程(项目总投资投入约 10.5 亿元)，以期加快差速器总成产业链的建设进度并有望

于 2025 年形成年产 500 万套差速器产能。该可转债发行申请已于 9 月 13 日通过证监会批准公司已引进丹麦 DISA 铸造线，形成了年产 5 万吨差速器壳体的铸造和机加能力，未来公司将具备从壳体铸造、机加再到总成装配的差速器全产业链生产能力。高端差速器国产化替代为大势所趋，差速器作为公司发展规划的重点产品，未来将成为业绩新增长点。

■**投资建议：**随着十四五期间先进战机产业链景气度持续确认和疫情后汽车市场的逐步恢复，公司未来军工业务和汽车业务或将实现同步发展，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 2.8、3.9、5.4 亿元，对应 PE 分别为 15 倍、10 倍、8 倍，维持买入-A 投资评级。

■**风险提示：**军品订单不及预期，汽车业务发展不及预期，产能扩张不及预期

8.10. 航天电器：三季度公司业绩稳步增长，有望持续受益于行业高景气度

■**事件：**公司公布 2022 年三季报。2022 年前三季度公司实现营业收入 47.06 亿元，同比增长 25.57%，归母净利润 4.42 亿元，同比增长 12.12%，扣非后归母净利润 4.19 亿元，同比增长 14.87%。

■**下游需求依然旺盛，公司营收持续增长。**2022 前三季度，受上游金属材料、化工材料供货价格持续高位影响，公司毛利率水平同比下降 1.9pct。我们认为，受航天领域国防产品高景气度影响，公司营收将持续增长，同时，由于近期大宗商品价格有所回落，后期公司毛利率水平有望稳步回升，未来公司业绩有望进一步提高。

■**持续加大研发投入力度，合同负债同比上升。**公司持续加大高速传输互连技术、射频微波互连技术、一体化系统互连技术、新能源线束技术、EPS 电机技术等领域的研究投入，2022 前三季度，公司研发投入为 4.03 亿元，同比提高 33.89%，高于公司营业收入增长率。2022 前三季度，公司合同负债为 1.00 亿元，同比上升 17.65%，表明公司后续订单依然饱满。我们认为，随着“十四五”期间新型航天装备研发工作的不断推进，公司持续加大研发投入力度，在手订单饱满，公司业绩将保持高增长趋势。

■**公司管理水平不断提升，期间费用率持续下降。**2022 前三季度，公司期间费用率为 16.54%，同比下降 1.44pct。我们认为，随着公司治理水平不断提升，公司期间费用率持续下降，未来随着公司营收规模的不断增长，公司期间费用率仍有下降空间。

■**航天领域连接器及微特电机龙头公司，核心受益航天领域高景气。**公司实控人航天科工集团是我国各类精确制导武器的主要研发生产单位，公司是导弹产业链核心标的，处在确定性好和增速高的细分领域，公司作为航天领域连接器及微特电机龙头供应商，在“十四五”期间将持续受益于精确制导武器的放量批产。2022 年公司连接器产品业务占比持续提高，2022H1 公司连接器销售占比为 66.52%，同比上升 0.3pct，进一步聚焦于航天领域主业。

■**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 6.5、8.3、10.5 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 56、44 和 35 倍，继续给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**公司军品订单不及预期的风险；原材料涨价导致公司毛利率下降的风险。

8.11. 广东宏大：2022 年前三季度归母净利润同比增长 15.26%，资产负债表彰显需求景气

■ **事件：**公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司实现营业收入 68.66 亿元，同比增长 18.67%，归母净利润 3.91 亿元，同比增长 15.26%，扣非后归母净利润 3.52 亿元，同比增长 8.59%。

■ **点评：**

2022 年前三季度矿服民爆是收入的主要发力点，归母净利润同比增长 15.26%。2022 前三季度公司实现营业收入 68.66 亿元，同比增长 18.67%，归母净利润 3.91 亿元，同比增长 15.26%。公司矿服民爆业务是前三季度收入的主要发力点，矿服业务新开工项目同比增加，民爆业务近年进军甘肃与内蒙地区，炸药需求旺盛，促进收入提升。2022 年三季度单季，公司实现营业收入 25.06 亿元，同比增长 12.17%，归母净利润 1.39 亿元，同比增长 8.32%，相较一二季度有所放缓。公司三季度或因新疆地区疫情因素导致业务受到一定影响，预计疫情好转后，增速有望回升。我们认为公司矿服民爆一体化优势将有利于客户的开拓与绑定，民爆业务进军新市场将带来存量里的增量，防务业务若军贸相关订单落地将为公司业绩带来较高弹性。

公司加强成本管控，毛利率保持平稳。2021 前三季度公司综合毛利率为 19.83%，同比小幅下降 0.11pcts，保持平稳。公司通过对存量项目进行深挖，包括优化施工方案以及与业主重新议价，进一步提高矿服项目效益。与此同时，公司对炸药销售价格采取了提价措施缓冲了上游原材料提价的影响。公司前三季度三费率率为 6.44%，同比减少 0.36pcts，成本端得到控制。公司增加研发投入，2022 年前三季度达到 2.16 亿元，同比增长 21.54%。

资产负债表前瞻指标提升，彰显需求景气。公司存货 5.30 亿元，较期初增长 24.71%，预付款 2.80 亿元，较期初增长 400.00%，表明公司正积极备产备货以应对需求增加。同时，公司合同负债 1.74 亿元，较期初增长 176.19%，公司民爆业务打开内蒙与甘肃市场，未来传统主业有望持续增长。公司经营活动产生的现金流量净额为 0.88 亿元，同比下降 81.88%，主要由于矿服板块回款有所减少、防务装备板块收入减少及应付票据兑付导致。

外延并购区域整合叠加新市场开拓，助推传统业务持续增长。目前民爆行业正在经历整合，产业集中度提升。公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，巩固市场地位。公司紧跟国家能源保障政策，通过外延并购战略布局内蒙市场，带来增量收入。目前公司在证产能为 50.1 万吨，位列全国第二。另外，公司具有矿服、民爆一体化产业链优势，大客户、大项目、大投入的战略已见成效。

军贸市场空间广阔，或为公司业绩带来较高弹性。公司已成立军工平台，打造“1+N”战略布局，其中 HD-1 与 JK 系列是公司两大军品外贸项目。HD-1 出口立项已于 2019 年获有关部门批复同意，且于 2020 年完成测试与定型。由于此类产品具备消耗属性，需求量大且毛利率较高，若相关订单落地将为公司业绩带来较高弹性。

■ **投资建议：**公司拥有矿服民爆一体化服务优势，在政策推动行业整合向头部集中的背景下，公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，巩固市场地位。公司紧跟国家能源保障政策，通过外延并购战略布局内蒙市场，带来增量收入。另外，若军贸订单落地将为公司带来较高业绩弹性。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 5.7、6.6、7.6 亿元，对应估值分别为 39.7X、34.4X、29.7X。维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**军品订单不及预期；疫情带来的行业需求不及预期。

8.12. 新雷能：前三季度归母净利润同比+46.65%，产能扩张助力业绩增长

■事件：10月25日，公司发布2022年三季报，实现收入（13.36亿元，+32.57%），归母净利润（2.85亿元，+46.65%）；单三季度实现收入（4.50亿元，+16.67%），归母净利润（1亿元，+33.57%）。

■业绩保持稳健增长，盈利能力不断增强。报告期内，公司积极进行产能建设、保障产品交付，整体收入和净利润实现快速增长。前三季度公司实现营业收入13.36亿元，同比增加32.57%，归母净利润2.85亿元，同比增加46.65%，主要系航空、航天等特种领域以及通信领域收入增加所致。盈利能力方面，前三季度公司毛利率为49.76%，同比提升0.08pct；净利率为21.94%，同比增加1.5pct，主要与期间费用率同比下降1.28pct至37.76%有关，其中销售费用率同比下降0.58pct，管理费用率同比下降0.66pct。考虑到军品电源业务毛利率较高，预计其占收入比不断提升后叠加规模效应摊平费用，公司整体盈利能力后续或仍有提升空间，业绩仍具备一定弹性。

分季度来看，Q1-Q3公司分别实现营收4.71/4.15/4.50亿元，归母净利润0.87/0.98/1.00亿元，Q3营收同比增长16.58%，净利润同比增长33.33%，净利润同比增速快于收入增速，考虑到前三季度毛利率分别为45.03%/53.13%/51.60%，Q3毛利率同比增加3.37pct，预计Q3公司产品结构发生变化，毛利率较高军品电源业务比例有所增加。

■资产负债表前瞻指标表现稳健，增加备料导致现金流下滑。前三季度存货及预付款项分别较期初增长27.54%及96.09%，主要是材料备货需求增加导致预付材料款支出增加，以及预付厂房装修款增加。在建工程较期初增加33.23%，主要系报告期内永力科技园建设工程支出增加以及北京雷能西区厂房建设支出增加，表明公司正积极扩产以响应客户需求。此外，前三季度经营性现金流较期初下滑111.39%，预计主要因订单增加备料增加原材料货款支出增加，以及特种领域回款周期长导致。

■积极定增扩产，夯实业绩增长基础。9月公司发布定增公告，拟募资不超过15.81亿元投向特种电源扩产项目、高可靠性SiP功率微系统产品产业化项目、5G通信及服务器电源扩产项目、研发中心建设项目以及补充流动资金。其中，（1）特种电源扩产项目是基于现有生产能力和技术储备，通过增加生产线及购置相关仪器设备，扩大公司特种电源生产能力，建设周期为2年，建成后年均净利润1.97亿元；（2）高可靠性SiP功率微系统产品产业化项目利用公司SiP技术储备，建设SiP洁净车间、筛选及试验车间及其他配套设施，实现高可靠性SiP功率微系统产品产业化，建设周期为2年，建成后年均净利润0.31亿元；（3）5G通信及服务器电源扩产项目拟进行SMT车间、插件装配车间、老化车间和库房等建设，购置5G通信及服务器电源自动化生产线，引进IMS和ERP等信息化软件，实现智能化工厂建设，建设周期为1年，建成后年均净利润0.17亿元。公司积极扩产，抓住行业发展机遇，提高市占率的同时，创造新的利润增长点，有助于进一步夯实业绩增长基础并强化公司核心竞争力。

■深耕军工电源多年，产品品类丰富叠加下游需求放量

1) 从供给端看，公司自2000年涉足军工电源行业并已确立市场领先地位，且配套资质齐全，同时通过坚持常年高比例研发投入在航空航天领域形成了完善的产品技术储备，并通过收购永力科技布局海洋舰船领域，进一步实现军工应用领域的全面覆盖，此外，公司仍在持续扩充自身军品产能以积极应对十四五期间航空航天等领域需求的高速增长；2) 从需求端看，近年来我国电源企业在技术上与国外品牌差距已在不断缩小，同时因军队信息化建设或是十四五期间重中之重、航空航天等重点领域型号不断批产上量及国产替代的势在必行，未来军

用电源行业市场增量较为充足。我们认为，考虑到公司技术及产品储备齐全，伴随航空航天多型重点武器装备逐渐批产并加速列装，未来军品业务增长确定性强及持续性好，同时，军品电源业务毛利率较高，预计占收入比不断提升后叠加规模效应亦有助于公司不断提高盈利能力，未来成长可期。

■**投资建议：**公司在模块电源领域深耕二十余载，已确立明确市场领先地位，并通过常年高比例研发投入充分储备相关产品及技术。军品领域，公司前期投入研发产品批产上量，伴随下游航空航天等领域武器装备加速列装，预计公司未来业绩增长确定性较强且持续性较好，亦有望通过规模效应进一步提升盈利能力；通信领域，伴随我国 5G 建设的持续推进以及出口业务逐步改善，预计未来仍是稳定的利润来源。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.3、6.2、8.4 亿元，对应估值分别为 51、35、26 倍，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**军品订单不及预期；民品订单不及预期；产能扩充不及预期。

8.13. 紫光国微：2022Q3 营收净利创单季新高，研发投入持续加码

■**事件：**10 月 27 日，公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现营业收入（49.36 亿元，+30.26%），归母净利润（20.41 元，+40.03%）；单三季度实现营业收入（20.31 亿元，+35.68%），归母净利润（8.43 亿元，+44.87%）。

■**前三季度收入净利规模增长显著，研发持续加码提升技术竞争力。**受益于下游需求旺盛，公司集成电路业务出货量提升显著，前三季度共实现营业收入（49.36 亿元，+30.26%），达到 2021 全年收入规模的 92%。前三季度毛利率同比增长 5.86pct 至 65.73%，预计主要系高附加值特种集成电路业务占收入比进一步提升，同时公司产量增大形成规模效应所致；前三季度实现净利润（20.41 元，+40.03%），净利率同比提升 2.15pct 至 41.32%，净利率提升幅度小于毛利率主要系前三季度资产减值损失较去年增加 4624.36 万，同时期间费用率同比增长 4.18pct 至 22.51%，研发费用率同比增长 5.46pct 至 15.33%所致。公司作为 IC 设计类企业，持续加大研发投入有望进一步强化自身技术壁垒与行业竞争力，让公司在下游的旺盛需求下充分受益。

■**单季度营收净利规模均创新高，交付结构差异致毛利率小幅波动。**公司 21Q3-22Q3 营业收入分别为 14.97、15.53、13.41、15.64 及 20.31 亿元，单三季度营收达到历史单季度最高水平，同比增长 35.67%，环比增长 29.86%，从侧面印证产业链配套能力环比改善显著。22Q3 毛利率 65.68%，同比增长 1.44pct，环比小幅下滑 1.70pct，或为报告期内产品交付结构存在差异所致。22Q3 实现净利润 8.43 亿元，同比增长 44.87%，环比增长 26.39%，达到单季度最高净利润水平，对应净利率 41.49%，同比+2.63pct，环比-1.76pct，与毛利率波动方向一致。净利率同比提升幅度小于毛利率预计主要因单季度研发费用同比增长 119.17%至 3.74 亿，研发费用率同比提升 7.01pct 至 18.39%所致。我们认为随着公司特种产品出货量的有序提升，公司 IC 设计类企业的规模效应将持续兑现，预计表观盈利能力有望保持稳健提升态势。

■**应收账款及存货增长预示未来收入高确定性，销售回款增加带动现金流改善显著。**应收账款较期初增长 57.90%至 37.45 亿，主要系集成电路业务销售规模增长所致，从而带动相关库存量增大以及战略备货增加，致使存货较期初增长 70.15%，较季度初增长 25.51%，表明公司当前在手订单较为饱满，待存货相关科目后续完成交付后将持续兑现至收入端。此外，因公司集成电路业务规模增长，公司利润及销售回款不断增加，带动现金流同比增加 237.34%达 11.44 亿，改善情况良好。

■**投资建议：**公司是我国特种 IC 领域龙头企业，并不断通过“拓品类+拓下游”方式持续开拓自身能力边界，当前在航天航空领域市占率较高，而在我国信息化建设及国产替代加速

推进背景下，有望持续保持快速增长；同时公司智能安全芯片业务正迎来边际改善，叠加在其余高端芯片及车载芯片领域的持续突破，长期发展动力充足。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.6、40.0 及 54.4 亿元，对应估值分别为 47、34X 及 25X。

■风险提示：特种集成电路订单不及预期；智能安全芯片订单不及预期。

8.14. 振华科技：2022 前三季度归母净利润同比增长 95%，盈利能力持续增强

■事件：10 月 27 日，公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现营业收入（57.01 亿元，+34.19%），归母净利润（18.64 元，+95.00%）；单三季度实现营业收入（18.65 亿元，+30.30%），归母净利润（5.91 亿元，+34.15%）。

■前三季度新型电子元器件业务持续高增态势，结构优化带动盈利能力增强。受益下游客户因新项目研制及战略储备等因素加大电子元器件采购力度，新型电子元器件板块企业的高可靠产品市场持续向好，公司订货及交付数量保持高速增长，前三季度共实现营业收入 57.01 亿元，同比增长+34.19%。2022 前三季度毛利率同比提升 3.90pct 至 62.15%，预计主要因公司产品结构优化后高附加值产品占比提升以及整体生产效率提高所致，且我们预计伴随主动类元器件子公司占收入比不断提升后预计毛利率或仍存在一定上升空间；同时，公司前三季度期间费用率下降 8.94pct 至 21.00%，其中管理费用率大幅下降 10.01pct 至 16.50%，主要系 2021 上半年公司依照政策法规对退休员工一次性计提统筹外费用 2.33 亿元所致。公司前三季度资产减值计提较上年同期增加 824.51 万元，信用减值计提则增加 7,461.30 万元，我们认为或主要系报告期内公司经营规模提升，存货体量及应收账款快速提升所致，最终减值计提对公司整体影响有限，前三季度净利率仍显著提升 10.19pct 至 32.69%。我们认为在需求端持续保持高景气及国产替代逻辑下，主动元器件子公司收入规模有望继续保持快速增长，而被动类元器件子公司的盈利能力或有望伴随规模效应进一步提升。

■单三季度收入毛利维持高位，净利率受期间费用变化扰动。公司 21Q3-22Q3 营业收入分别为 14.31、14.08、18.86、19.50 及 18.65 亿元，今年以来单季度营收均处于高位，主要得益于新型电子元器件业务下游需求高景气。22Q3 毛利率由 21Q3 的 61.43% 同比提升 0.73pct 至 62.16%，主要得益于公司不断优化自身产品结构，并对现有产品进行转型升级以及生产线的更新换代，在交付产品附加值不断提升的背景下生产效率也在同步提升。公司单三季度净利润达 5.91 亿元，同比增长 34.15%，净利率则同比提升 0.91pct 至 31.67%，环比则下降 2.47pct，主要系 22Q3 管理费用率环比增加 4.51pct 所致，预计或与员工奖金发放节奏有关。考虑到当前下游客户需求仍处于较为饱满状态，且公司自身产能仍具备一定提升空间，展望 Q4 预计利润端有望延续高增长。

■资产负债表延续景气上行，后续收入确定性较高。三季度末，公司合同负债较季度初减少 35.16%，同时参考应收账款及应收票据合计较季度初增长 14.39% 至 61.19 亿，或表明公司当前订单交付顺利，考虑到回款主要集中于年底的行业特点，预计部分应收款项有望于 Q4 完成收入确认并兑现至收入端。存货较季度初增长 4.90% 至 22.04 亿元，反映公司当前正积极采购备料生产持续消化订单。同时，在建工程较季度初提升 32.83% 至 3.52 亿，体现公司当前正加速建设产能，投产后有望进一步提升公司营收规模。

■投资建议：公司聚焦军工电子元器件业务，将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长，仅依托原有军工电子的利润体量并给与可比公司一般估值即可支撑百亿市值，而 IGBT 以及厚膜集成电路等业务拓展则有望带来公司价值重估。考虑新型电子元器件业务增长较快，预计 2022-2023 年公司归母净利润分别为 24.0、31.5 亿元，对应 PE 分别为 30、22 倍，维持“买

入-A”评级。

■风险提示：军品订单不及预期

8.15. 火炬电子：2022 年前三季度公司自产元器件板块维持增长，毛利率提升

■事件：公司发布 2022 年三季度报，公司实现营业收入 28.36 亿元 (-21.14%)，归母净利润 7.18 亿元 (-8.17%)，扣非后净利润 6.93 亿元 (-11.26%)。

■点评：

2022 年前三季度业绩受到疫情及消费电子市场影响，但自产元器件板块维持增长趋势。公司是我国军用 MLCC 领先企业，并已连续 10 年荣登中国电子元件企业经济指标综合排序百强榜单（原中国电子元件百强企业）。2022 年前三季度，公司实现营业总收入 28.36 亿元 (-21.14%)，归母净利润 7.18 亿元 (-8.17%)，扣非后净利润 6.93 亿元 (-11.26%)。分业务：自产元器件板块维持增长趋势，实现收入 12.58 亿元 (+7.76%)，其中火炬电子（母公司）实现营收 10.97 亿元 (+5.51%)，净利润 6.10 亿元 (+10.14%)；新材料板块受疫情和周期性供货因素的影响，实现营收 6441.69 万元 (-32.54%)；因消费电子市场需求整体持续低迷，国际贸易业务实现营收 15.00 亿元 (-35.66%)。基于以上因素，公司 2022 年三季度单季实现营收 8.76 亿元 (-26.06%)，归母净利润 2.21 亿元 (-4.17%)。公司将对内提高企业的经营质量，降低库存水平和应收款余额，以控制经济疲软带来的经营压力。我们认为在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备的数量和单位装备价值量有望进一步提升，电容器作为信息化装备的基础元件，需求量将维持较高水平，推动公司自产业务业绩增厚。

公司收入结构调整，毛利率提升。2022 年前三季度，或由于公司收入中毛利率较高的自产元器件业务比重上升，公司前三季度毛利率（44.46%，+8.42pcts）提升。公司三费费用率上升 3.52pcts 至 9.86%，其中销售费用率 3.54%（+1.1pcts），管理费用率 5.28%（+1.9pcts），财务费用率 1.04%（+0.53pcts）。由于三费费率的上升，公司净利率提升幅度小于毛利率，提升 3.64pcts 至 25.99%。

资产负债表指标表明自产业务需求仍在增长，现金流好转。2022 年前三季度，合同负债 0.07 亿元（+184.64%），反映订单增长。由于公司国际贸易业务面临市场低迷，并采取降低库存战略，因此公司存货 12.49 亿元（+15.3%）的增加或部分原因为公司为自产业务备货。另外，前三季度公司经营活动产生的现金流量净额 5.39 亿元（+130.74%），得到好转，三季度单季实现 0.21 亿元（由负转正）。

公司通过产业整合与投资，拓展国际业务。公司二级全资子公司雷度国际以 850 万美元收购新加坡 MaxmegaElectronicsPTE LTD74% 的股权，并于 2022 年 7 月 28 日完成股份交割。Maxmega 专业从事特种无源电子元件和半导体产品的销售和分销，东南亚市场分销经验丰富。本次收购有利于公司在东南亚开拓电子元器件市场，通过产业整合和资本合作，对进一步拓展国际业务具有重要意义。

公司拟分拆控股子公司广州天极在科创板独立上市，增强子公司综合竞争力。火炬电子目前持有广州天极 51.58% 的股权。广州天极拥有自主可控的陶瓷介质材料制备技术和半导体薄膜工艺，是国内少数实现从陶瓷、薄膜等介质材料制备到微波无源元器件生产全过程的企业之一。其核心产品之一微波芯片电容及介质制备技术“晶界层介质基片”达到国内领先水平，部分成果达到国际先进水平。广州天极产品广泛应用于军用雷达、电子对抗、制导、卫星通信等国防军工（含航空航天）领域以及 5G 通信、光通信等民用领域。我们认为本次分拆上

市有助于广州天极依托科创板平台进行独立融资，促进微波无源元器件的发展，进一步增强盈利能力和综合竞争力。

■投资建议：

公司作为国内高可靠 MLCC 主要的生产厂家之一，且为首批通过宇航级产品认证的企业，承担过多项国家军工科研任务，已与多数军工企事业单位等建立了良好的合作关系。我们认为“十四五”期间军工行业下游需求上升明确，在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备数量和单位装备价值量有望进一步提升，电容器作为信息化装备的基础元件，行业增长确定性较强。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 11.8、13.8、15.9 亿元，对应估值分别为 16.8X、14.3X、12.4X。维持“买入-A”评级。

■风险提示：MLCC 价格下降，下游民品市场需求变动风险

8.16. 鸿远电子：2022 年前三季度合同负债增长 64.3%，苏州项目核心产品进入量产爬坡阶段

■事件：公司发布 2022 年三季报，公司实现营业总收入 19.43 亿元 (+3.34%)，归母净利润 6.69 亿元 (+1.80%)，扣非后净利润 6.62 亿元 (+1.85%)。

■点评：

公司是中国电子元件百强企业。公司深耕电子元器件多年，并已连续九年入围中国电子元件企业经济指标综合排序前 100 名（原中国电子元件百强企业）并获得历年最高排名（第 31 名），且被评为“北京市专精特新中小企业”及“北京市专精特新‘小巨人’企业”。公司加速推进北京、苏州、成都三大基地整体布局的实施进程，进一步加大产业化能力建设投入，巩固提升关键和重点领域的配套能力。

2022 年前三季度归母净利润增长+1.80%，多元化发展有望带动业绩增厚。2022 前三季度，公司实现营业总收入 19.43 亿元 (+3.34%)，归母净利润 6.69 亿元 (+1.80%)，毛利率 54.11% (+1.02pcts)。2022Q3，公司三费率 7.18% (-0.22pcts)，其中销售费用率 2.94% (+0.21pcts)，管理费用率 3.93% (-0.46pcts)，财务费用率 0.31% (+0.03pcts)。公司加大研发力度，研发费用 0.76 亿元 (+75.15%)。公司净利率 34.4% (-0.55pcts)，小幅波动。我们认为公司产品系列化和领域的多元化发展将带动公司业绩增厚，同时公司持续开展上游关键材料的研发，有助于提升自主保障能力。

公司合同负债增长 64.3%，持续备货，苏州项目已进入量产爬坡阶段。2022 年前三季度，合同负债 0.04 亿元 (+64.3%)，存货 7.01 亿元（相较期初+69.02%），持续备货。我们认为公司自产业务占主要比重，其下游客户主要为军工集团，采取以销定产的模式，同时代理业务下游处于较高景气度，公司有序排产，自产业务存货将兑现至利润表。公司经营活动产生的现金流量净额-0.06 亿元 (-89.64%)。目前公司苏州项目已完成了全部设备的调试，核心产品进入量产爬坡阶段，项目建成后有利于公司营收和净利润的持续增长。

■投资建议：①客户粘性较强，行业地位稳固。军用电子元器件对产品的性能、可靠性以及供货有着更高或更特殊的要求，行业集中度较高，竞争格局较为稳定。我们认为随着我国国防事业的发展，装备现代化进程加快，装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，高性能、高品质的 MLCC 作为基础单元需求将被不断释放。公司作为国内高可靠 MLCC 主要的生产厂家之一，已与多数军工企事业单位等建立了良好的合作关系，客户粘性较强。

②公司积极推进北京、苏州、成都、合肥科研生产基地的发展布局。北京基地目前正在加快

新产品研发及核心产品的系列化、产业化发展；苏州基地已完成全部设备的调试，核心产品进入量产爬坡阶段。我们认为产能的扩充与布局将进一步增厚公司业绩。

③公司 2021 年已实施第一期股权激励，激发内在活力，推动公司可持续发展。

我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 10.8、13.6、16.4 亿元，对应估值分别为 28.0X、22.4X、18.6X。维持“买入-A”评级。

■风险提示：MLCC 价格下降，下游民品市场需求变动风险。

8.17. 振芯科技：公司业绩继续保持高增长，未来北斗三代有望逐步放量

■事件：10 月 25 日，公司公布 2022 年三季报。前三季度，公司实现营收 7.06 亿元，同比增长 40.80%，实现归母净利润 2.13 亿元，同比增长 71.18%。实现扣非后归母净利润 1.68 亿元，同比增长 113.92%。

■公司业绩持续增长，归母净利润同比大涨 71.18%。公司集成电路业务维持高景气度，公司集成电路产品主要以处理模拟和数字信号的数模混合产品为主，产品生命周期较长，行业技术壁垒较高，具有高投入、高成本、重技术人才经验的特点，行业竞争格局相对稳定。受益于集成电路行业市场需求增长，公司在技术水平不断提升的同时加大新产品推出速度及市场开拓力度，促进公司收入提升。2022 年三季度，公司实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 45.72%，归母净利润 0.24 亿元，同比增长 115.45%，毛利率 62.90%，同比增长 5.71pct。我们认为，随着装备信息化水平的不断提高，数模集成电路产品需求将保持增长，公司的数模集成电路产品将持续推动公司业绩增长。

■研发投入已见成效，规模效应显著提升，期间费用率同比下降。前期，公司为了开发集成电路产品，在研发投入方面投入庞大，目前诸多产品已经实现量产，研发投入占比逐步减小。公司营收规模持续增长，规模效应显著提升，管理费用、销售费用占比显著降低。报告期内，公司期间费用率为 30.76%，同比减少 4.68pct，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用占比分别为 5.25%、24.94%、0.57%、11.37%，同比变化分别为-2.77 pct、-1.89 pct、-0.02 pct、-1.59 pct，销售费用降幅最为明显。我们认为，随着公司产品不断放量，营收规模持续增长，公司期间费用率仍有下降空间。

■北斗三代组网完成，有望助力公司打开成长空间。公司深耕北斗行业多年，相关产品覆盖北斗卫星导航“元器件—终端—系统应用”全产业链条，从北斗一号到北斗三号保持了较强的产品技术优势和新产品研制能力，是国内北斗导航领域龙头企业之一。2012 年北斗二代组网完成后，2013-2015 年公司北斗产品复合增长率达到 50%以上，受北斗组网带动作用十分显著。随着 2020 年北斗三号卫星导航系统全球组网完成，我国卫星导航与位置服务产业整体发展和产值增速明显，根据中国卫星导航定位协会《白皮书》显示，2020 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达 4,033 亿元人民币，2014-2020 年产值复合增速约为 20.11%。我们认为，北斗三代组网完成后，公司地面终端设备有望迎来快速增长，未来公司北斗产品有望助力公司业绩打开成长空间。

■投资建议：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.1、4.9、7.0 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 50、32 和 22 倍，继续给予“买入-A”评级。

■风险提示：公司集成电路产品交付不及预期的风险；国内北斗三代导航进展不及预期的风险。

8.18. 国泰集团：前三季度归母净利润+30.01%，盈利能力同比改善

■事件：10月25日，公司发布2022年三季报，前三季度公司实现收入（15.54亿元，+16.30%），归母净利润（2.01亿元，+30.01%），扣非归母净利润（1.77亿元，+22.81%）；单三季度实现收入（6.11亿元，+16.88%），归母净利润（0.9亿元，+34.26%），扣非归母净利润（0.8亿元，+22.58%）。

■净利润稳定增长，盈利能力同比改善。报告期内，公司围绕全年既定目标，全力优化管理、提质增效，经济效益保持稳定增长。前三季度公司实现营业收入15.54亿元，同比增加16.30%，归母净利润2.01亿元，同比增加30.01%，主要系公司各业务板块业绩均稳步增长所致，其中（1）民爆板块由于工业炸药销售均价上涨及电子数码雷管销量增加带动业绩增长；（2）非民爆板块中，子公司国泰利民、永宁科技、拓泓新材等营收及利润规模较上年同期均有较大幅度增长，协力推动非民爆板块业绩持续增长。分季度来看，Q1-Q3公司分别实现营业收入4.05/5.38/6.11亿元，Q3环比提升13.57%；Q1-Q3实现归母净利润0.34/0.77/0.90亿元，Q3环比提升16.88%，表明公司业绩呈稳步增长趋势。

治理能力不断增强，净利率同比提升。前三季度公司毛利率为35.25%，同比下降1.41pct，或与上游原材料价格波动、生产成本高企有关。前三季度净利率为14.81%，同比增加1.04pct，主要得益于公司积极降本控费、优化管理，期间费用率同比改善1.11pct至25.48%。其中销售费用率同比减少0.34pct，管理费用率同比减少0.22pct，财务费用同比减少0.66pct，主要系可转债转股计提财务费用减少所致。随着公司治理能力不断提高，公司盈利能力有望进一步增强。

■2022H1销售净利率稳步增长，期间费用率不断改善。2022H1公司销售净利率为13.86%，同比增加1.25pcts，主要得益于公司积极降本控费并优化管理，期间费用率较去年改善0.7pcts。2022H1公司期间费用率为25.66%，其中管理费用率15.79%，同比减少0.55pcts；财务费用率为1.53%，同比减少0.15pcts，表明公司治理取得较大成效，财务状况有所改善。

■经营性现金流有所提升，研发力度持续加大。2022前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为2.09亿元，同比增长86.61%，或与公司报告期内营业收入增加及22H1收到的增值税留抵退税增加所致。公司注重研发，持续增加研发投入。前三季度公司研发费用为0.85亿元，同比增长19.72%。随着公司研发力度持续加大，产品不断优化升级，公司的核心竞争力有望进一步强化。

■大力布局军工新材领域，着力打造发展新支柱。“十四五”期间，公司在巩固民爆一体化产业基本盘的同时，重点加速军工新材料产业提质发展，以充分抓住国防军工未来长足发展机遇。其中，（1）控股子公司澳科新材在毁伤材料方面进行了大量投入及研发，已成功研发出高强度钨合金、低密度高韧性钨合金、含能钨合金、易碎钨合金等十余种钨基新型毁伤材料，能够满足军方要求的“一弹多能”，应用范围广阔，小至子弹、小口径炮弹，大可至炸弹、导弹等。（2）公司控股子公司拓泓新材生产的钽铌氧化物，经火法冶金加工后大多进入军工航天、特种合金等领域。随着2021年大宗商品的上涨及近期俄乌战争等地缘政治因素影响，钽铌冶金产品价格出现大幅上涨，拓泓新材的业绩稳步上升。（3）公司作为第一大股东的神舟智汇是一家专业从事军事模拟仿真产品研发和生产武器装备及配套设施的高科技公司，已开发研制出国际先进、国内领先水平的MAXSIM仿真平台，在陆海空、火箭军、战支部队以及国防工业部门等获得广泛推广应用。我们认为公司在军工领域多点布局，着力打造发展新支柱，有望实现“民爆一体化+军工新材料”产业协同发展。

■**投资建议：**公司作为江西省民爆龙头企业，积极推进产业转型升级，形成民爆一体化+轨交自动化及信息化+军工新版图，通过产业协同发展，有望加速业绩释放，增强公司核心竞争力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.5、5.0、6.9 亿元，对应估值分别为 15X、10X、8X，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**民爆原材料价格上涨；轨交订单交付不及预期；军工新材料业务发展不及预期。

8.19. 西部超导：2022 前三季度归母净利增长 59.57%，规模效应带动盈利能力提升

■**事件：**10 月 23 日，公司发布 2022 年三季报，2022 前三季度公司实现收入（32.67 亿元，+56.25%），归母净利润（8.58 亿元，+59.57%）；2022Q3 实现收入（11.83 亿元，+41.65%），归母净利润（3.06 亿元，+36.27%）。

■**2022 前三季度收入同比增长 56.25%，规模效应带动盈利能力稳步提升。**受益于下游需求旺盛，公司前三季度收入规模达 32.67 亿，同比增长 56.25%，已超越上年全年收入水平。受行业原材料价格持续高位波动及下游产品交付结构差异的影响，公司前三季度毛利率为 40.51%，同比下滑 2.78pct，但仍处于合理波动范围，预计随着公司核心产品中结构持续优化以及生产规模逐步扩大后规模效应持续兑现，后续毛利水平有望形成企稳回升的态势。在原材料价格仍处于高位的背景下，公司前三季度净利率同比提升 0.93pct 至 26.72%，主要系收入规模提升带动期间费用率同比下降 3.52pct 至 10.16% 所致，其中管理费用率同比下降 2.84pct 至 9.07%，体现公司经营效率持续提升。伴随公司新产能的逐步释出，毛利率及净利率或有仍有提升空间，再考虑收入规模在产能扩充下或仍将维持不断提升态势，展望 2022 全年利润端有望继续保持良好增长趋势。

单季度看，Q3 收入利润虽环比小幅回落但仍处历史次高位。公司 21Q1-22Q3 收入分别为 5.33、7.23、8.35、8.37、8.87、11.97 及 11.83 亿元，22Q3 较去年同期提升 41.65%，虽较 22Q2 环比小幅下滑 1.17% 但仍稳居高位，考虑到公司当前仍处于产能扩张周期，单季度营收规模或有望环比持续提升。公司 22Q3 毛利率（38.16%，同比-6.36pct，环比-4.48pct），考虑到上游原材料价格在 Q3 相对平稳，毛利率下滑或主要系报告期内高附加值产品占比下降所致。公司 22Q3 净利润（3.06 亿元，同比+36.27%，环比-9.20%），净利率（25.87%，同比-1.08pct，环比-2.32pct），净利率降幅小于毛利率降幅主要系报告期内经营效率提升，带动期间费用率下降所致。

■**资产负债表预示未来收入高确定性，现金流后续有望迎来改善。**公司 2022 三季度末预付账款较季度初下降 51.33%，同时存货较季初增长 11.67% 至 20.19 亿，或为此前采购原材料于三季度交付所致；合同负债及预收款项增加较季初下降 30.09%，或主要系报告期内部分合同以交付兑现并形成收入所致。结合应收账款及应收票据合计较年初增加 38.42%，较季初增加 11.08% 至 37.58 亿元创历史新高，预计后续完成交付及收入确认后将持续兑现至收入端。2022 前三季度经营性活动净现金流为-1.97 亿，主要系报告期内经营规模扩大，原料采购、人工支出、税费支出增加所致，后续有望随着此前订单收入端的持续确认得到改善。

■**大幅定增扩产，产能瓶颈打开助力业绩增长。**公司上年募集资金总额达人民币 20.13 亿元，其中 9.7 亿元用于航空航天用高性能金属材料产业化项目，建设期为 36 个月，预计于 2024 年末投产，建成后将新增钛合金材料 5050 吨/年、高温合金 1500 吨/年；1 亿元用于高性能超导线材产业化项目，建设期为 24 个月，预计于 2023 年末投产，建成后将形成 2000 吨的 MRI 用超导线材产能。我们在多篇报告阐述当前军工行业高景气，军机换装列装加速，发动机更是航空装备产能瓶颈，公司下游需求非常旺盛，本次定增扩产有利于打开公司产能瓶颈，

助力公司业绩持续增长。

■**投资建议：**我国高端航空钛合金龙头，核心受益军机换装列装加速、新机型钛合金用量占比提升及新型号放量带来的市占率提升，并不断在发动机用钛合金市场打开全新增长曲线；同时公司是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一，未来随着新型号军用发动机的放量，高温合金业绩增长可期，考虑本次定增扩产打开公司产能瓶颈后将为公司后续可持续增长夯实良好基础，我们预计2022-2023年净利润为9.7及13.2亿元，对应估值为54X及39X。

■**风险提示：**军品订单不及预期；产能扩充不及预期

8.20. 中航高科：前三季度归母净利润增加18%，盈利能力环比提升

■**事件：**2022年10月21日，公司发布2022年三季报，实现收入（33.64亿元，+18.02%），归母净利润（6.71亿元，+18.05%）；单三季度实现收入（10.65亿元，+16.19%），归母净利润（1.95亿元，+5.62%）。

■**新材料业务业绩稳步增长，盈利能力环比改善**

2022年前三季度公司聚焦主责主业，持续加强技术创新，生产交付能力和产品质量不断提升，主要业务稳步增长。截止2022年9月30日，公司收入端完成全年经营工作目标的74.76%，利润总额完成工作目标75.14%，其中：

1) **新材料业务：**受益于主要复合材料原材料产品交付增长，2022前三季度公司航空新材料业务实现营收33.21亿元（+19.78%），归母净利润7.09亿元（+12.61%），其中子公司航空工业复材营收同比增速为21.44%，净利润同比增速为14.98%，快于新材料业务整体增速。

分季度来看，Q1-Q3新材料业务营收分别为11.34(+17.15%)/11.35(+24.32%)/10.52(+18.07%)亿元，或与公司配合下游客户进行均衡生产有关；Q1-Q3新材料业务归母净利润分别为3.09(+18.39%)/1.97(+16.57%)/2.03(+1.50%)亿元，Q3同比增速放缓，或与21Q3费用率较低（主要是研发费率较低）净利润基数较大及下游交付节奏波动有关；Q1-Q3新材料业务净利率分别为27.25%/17.36%/19.30%，参考2021同期净利率26.96%/18.51%/22.45%，或与季度间产品交付节奏变化有关。“十四五”期间航空领域重点型号加速放量，叠加新机型复材占比提升显著，公司产品预浸料位于复材制备关键环节且占据主导地位，新材料业务有望核心受益并保持稳健增长。

2) **机床装备业务：**受国内疫情反复、供应链运转等影响，部分需求订单不能及时响应导致产品交付下降，2022年前三季度实现营收3697.92万元，同比下降55.78%；归母净利润-2958.99万元，同比增亏775万元，主要系产品交付下降以及固定费用摊销导致毛利同比降低822.73万元所致。

盈利能力环比提升，费用控制能力进一步加强。2022年前三季度公司毛利率为32.98%，同比增加0.13pct，其中Q1-Q3毛利率分别为37.35%/29.65%/31.83%，Q3毛利率同比下滑0.75pct，环比提升2.18pct，环比增加或与Q3高附加值产品交付量提高有关。前三季度公司净利率为19.89%，同比下滑0.06pct，主要系期间费用率同比增加0.07pct至11.56%所致，但剔除研发费率后，公司费用率实际有所改善(-0.25pct)，其中销售费率下降0.25pct，财务费率下降0.27pct，财务费率改善主要系子公司航空工业复材财务费用同比减少961万元所致。分季度看，Q1-Q3净利率分别为25.18%/16.05%/18.25%，Q3净利率同比下滑1.91pct，环比提升2.2pct，同比下滑或与Q3研发费率同比增加2.62pct使得期间费用率同比增加1.49pct有关，环比改善或与公司持续加强技术创新，优化产品结构有关。随着公司不断优化资源配置，强化精益生产管理，

全年盈利能力有望进一步增强。

资产负债表前瞻性指标增幅明显，现金流有所改善。报告期内预付款项较期初增长 60.36%，主要系子公司航空工业复材增加预付材料款 1600 万元，设备款 5000 万元所致，表明公司当前订单充足，正积极备产备货组织生产。同时，报告期内公司应收账款及应收票据合计 32.32 亿元，较期初增长 92.84%，或表明公司当前订单交付顺利，确认收入后可持续兑现业绩。此外，前三季度公司经营活动现金流净额 1.59 亿元，同比增长 0.69%，或反映需求不断向好的同时，回款节奏不断改善。

■卡位优势明显，处于复材产业链中游关键环节预浸料，并在军航领域占据主导地位

子公司航空复材处于航空复合材料产业链中游预浸料的关键环节，并占据主导位置，依托复合材料的设计性、多年的树脂体系积累及集团渠道关系构建了深厚的壁垒，其 2016-2021 年利润复合增速为 37.10%。目前以 J-20、Z-20、Y-20 等为代表的新机型逐步量产，其复合材料占比较原有机型均有较大程度的提高，势必带动对复合材料需求量的提升，且新机型的附加值较高，因此预计未来 2-3 年随着新机型量产交付，复合材料需求及价值量将有较大提升，成长性突出。

■投资建议：公司在复合材料产业链关键环节处于主导地位，直接受益于以 20 为代表的新机型放量，成长性突出，且控股股东航空工业作为国有投资改革试点，关注后续变化。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.0、10.4 及 13.8 亿元，对应估值分别为 47、36 及 27 倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：军品订单不及预期；民品领域拓展不及预期。

8.21. 中复神鹰：前三季度归母净利润同比+112.09%，盈利能力持续提升

■事件：10 月 19 日，公司发布 2022 年三季报，前三季度，公司实现营业收入 14.52 亿元 (+106.12%)，归母净利润 4.24 亿元 (+112.09%)，扣非归母净利润 4.04 亿元 (+126.81%)；单三季度，实现营业收入 5.89 亿元 (+82.25%)，归母净利润 2.04 亿元 (+157.98%)，扣非归母净利润 1.92 亿元。

■新增产能释放顺利，助力业绩高速增长。2022 前三季度公司实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 106.12%，归母净利润 4.24 亿元，同比增长 112.09%，主要系下游应用领域对高性能碳纤维需求旺盛，供给端西宁项目产能释放，产销量大幅增长所致。具体来看，Q1-Q3 公司分别实现营业收入 4.60/4.03/5.89 亿元，Q3 环比提升 46.15%，主要系西宁万吨项目于上半年陆续投产爬坡，Q3 基本满产运行，产销量规模增长所致；Q1-Q3 分别实现归母净利润 1.18/1.02/2.04 亿元，Q3 环比提升 100%，净利润环比增速快于收入增速，主要系 Q3 满产规模效应放大及主要原材料丙烯腈价格环比下降 16.3%成本端收窄所致（据 wind 数据，丙烯腈 Q3 市场均价为 9517.42 元/吨，Q2 为 11371.32 元/吨）。考虑到当前下游需求较为饱满，在公司产能不断提升的背景下业绩端有望持续兑现高景气。

■盈利能力改善明显，费用管控能力持续增强。2022 年前三季度公司毛利率为 47.98%，同比增加 4.02pct，主要系公司营业收入增加，产品规模效应显现。其中 Q1-Q3 毛利率分别为 46%/44.82%/51.69%，或与西宁项目产能释放及爬坡节奏有关，Q3 环比增加 6.87pct，主要系产线满产后，规模效应放大所致。2022 年前三季度公司净利率为 29.17%，同比增加 0.82pct，改善幅度小于毛利率增幅，主要与期间费用率同比增加 1.64pct 至 23.56%有关。但期间费用率增加主要系研发投入加大所致，剔除研发费率后，其他三项费用率合计 16.21%，同比下降 0.85pct，其中销售费率同比下降 0.13pct，财务费率同比下降 1pct，表明公司费用管控能力进

一步增强。分季度来看，Q1-Q3 净利率分别为 25.64%/25.34%/34.56%，Q3 净利率环比大幅增加 9.22pct，主要系 Q3 期间费用率环比改善 2.17pct，其中管理费用率环比下降 2.91pct，财务费用率环比下降 0.55pct。随着公司不断深入推进精益化管理，全年盈利能力有望进一步增强。

■**持续加大研发投入，稳步增强发展后劲。**2022 前三季度，公司持续加大研发投入，研发费用为 1.07 亿元，同比增长 211.96%，研发费用率同比增加 2.49pct 至 7.35%，主要系报告期内公司加大了航空级碳纤维及预浸料等研发支出，根据 2022 年中报，T800 级碳纤维已获中国商飞 PCD 预批准，预浸料应用验证进展顺利。依托强大的研发实力和丰富的研发成果，2022 年 10 月 12 日，公司被评为工信部国家级第四批专精特新“小巨人”企业。公司重视研发，不断加强研发资源的投入及布局，有望进一步夯实发展后劲。

■**公司产能有序扩张，夯实业绩增长基础。**截至 2022 年 6 月 30 日，公司产能为 14500 吨/年，包括连云港生产基地 3500 吨/年产能，以及于 5 月建成并投产的西宁万吨碳纤维项目 11000 吨/年产能，产能及产量均领跑国内碳纤维企业，竞争优势明显。此外，各扩产项目正有序推进，其中（1）西宁二期 1.4 万吨高性能碳纤维及配套原丝项目已于 2021 年 10 月开工建设，截至目前厂房已封顶，预计 2022 年底至 2023 年期间各产线可陆续建成并投产；（2）连云港航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目建设阶段已完成，将于 2022 年 7 月底开始联动试车；（3）上海碳纤维航空应用研发及制造项目外购设备陆续到货，预计 2023 年 9 月可建成并投产。随着碳纤维下游需求持续快速增长，公司产能有序扩张，有利于公司获取新增市场份额并拓展下游应用，为业绩持续增长夯实基础。

■**投资建议：**公司是国内碳纤维企业中的龙头企业，技术积淀深厚。公司目前正积极扩充产能并拓展下游应用，考虑到碳纤维行业景气度上行，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.1、7.3、9.9 亿元，对应估值分别为 78X、55X、40X，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**扩产速度不及预期；下游需求不及预期；上游原材料价格大幅上涨。

8.22. 光威复材：前三季度归母净利润+21.36%，产能建设有序推进

■**事件：**2022 年 10 月 24 日，公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现收入（19.40 亿元，-1.14%），归母净利润（7.5 亿元，+21.36%），扣非归母净利润（7.16 亿元，+23.70%）；单三季度实现收入（6.26 亿元，-7.87%），归母净利润（2.45 亿元，+32.86%），扣非归母净利润（2.35 亿元，+32.81%）。

■**净利润稳定增长，盈利能力同比改善。**报告期内，公司努力克服疫情、产品降价等不利因素影响，积极进行生产经营、业务拓展，前三季度公司实现营业收入 19.40 亿元，同比下降 1.14%，主要系公司 2021 营收占比 64.49%的量产定型碳纤维在 21 年基础上二次降价及疫情导致公司五个业务板块停产半个月所致；但公司在收入规模略有下降的情况下，实现归母净利润 7.50 亿元，同比增长 21.36%，主要系公司碳纤维新品贡献继续增大、碳梁业务因汇率波动产生汇兑收益 9244 万元所致。具体来看，Q1-Q3 公司分别实现营业收入 5.91/7.24/6.26 亿元，Q3 环比下降 13.51%；Q1-Q3 实现归母净利润 2.08/2.98/2.45 亿元，Q3 环比下降 17.90%，Q3 收入及净利润均环比下滑主要系涉军定型碳纤维下游交付节奏的季度间波动所致，根据公司定型纤维销售合同（合同期 2022 年 1 月 1 日-2024 年 6 月 30 日）22H1 及前三季度执行率分别为 26.25%及 32.27%可计算出公司 22H1 及前三季度的交付产品金额（不含增值税）分别为 4.87 及 5.99 亿元，单三季度仅交付 1.12 亿元，预期全年公司经营业务和业绩保持相对稳定。

具体业务板块方面，(1) 碳纤维（含织物）前三季度实现收入 10.87 亿元，同比增长 3.65%，其中涉军产品生产备货正常并按订单及时交付，一般工业应用产品生产稳定，部分应用验证正常推进中；(2) 风电碳梁业务实现收入 5.36 亿元，与上年同期持平；(3) 预浸料业务实现收入 2.29 亿元，同比下降 20.33%，主要系上年同期风电预浸料业务受风电抢装影响快速增长基数较大所致，但此业务阶段性强，剔除风电预浸料业务后，同比增长 11.94%；(4) 复合材料制品业务实现收入 0.47 亿元，同比下降 18.44%，主要受收入确认节奏影响；(5) 机械装备业务实现收入 0.25 亿元，同比增长 14.71%；(6) 光晟科技实现开发性收入 0.1 亿元，主要系项目多以开发、验证为主，尚未形成量产业务。

盈利能力同比改善明显，费用控制能力不断增强。2022 年前三季度公司毛利率为 52.56%，同比增加 4.96pct，根据中报，或与碳梁业务较 21H1 同比增加 12.82%、预浸料业务较 21H1 同比增加 6.65% 有关。其中 Q1-Q3 毛利率分别为 54.85%/55.22%/47.30%，Q3 毛利率同比增加 5.22pct，环比下滑 7.92pct，同比增加或与高附加值产品增加有关，环比下滑或与季节间交付结构变动有关。2022 年前三季度公司净利率为 37.76%，同比增加 6.32pct，主要与期间费用率同比减少 2.76pct 至 16.44% 有关。其中销售费率同比下降 0.28pct，财务费率同比下降 5.23pct，主要系汇率波动形成汇兑收益所致。分季度来看，Q1-Q3 净利率分别为 34.70%/41.14%/36.75%，或与季度间产品交付节奏变化有关。随着公司不断加强费用控制能力，全年盈利能力有望进一步增强。

■产能建设有序进行，助推公司业绩增长。报告期内，公司各产线建设项目稳步推进中，(1) 公司 T800H 级碳纤维产业化产线已建成并正在实施等同性验证；(2) 高强高模碳纤维项目有序推进中，预期年内建成；(3) 年产四千吨包头一期碳纤维项目（包括原丝工艺和碳化工艺）预期明年上半年建成投产。随着各产线建设有序推进，公司未来业绩增长基础有望进一步夯实。此外，报告期内，公司 CCF700G 碳纤维产品通过装机评审，成为某重要机型的配套材料供应商，目前已开始生产供货。T800H 级碳纤维已完成验证的主体工作，公司将积极配合以争取尽早完成项目验收。公司新牌号产品陆续通过验证定型，有助于进一步增强公司核心竞争力并增韧业绩。

■投资建议：公司是国内碳纤维龙头企业，军品业务壁垒深厚，大额订单保障业绩增长；民品业务多点开花，享下游碳纤维需求高增。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.8、13.3、16.3 亿元，对应估值分别为 43X、32X、26X，维持“买入-A”评级。

■风险提示：项目建设不及预期，下游需求不及预期，价格下降风险

8.23. 中简科技：前三季度归母净利润同比+120.84%，股权激励助力长远发展

■事件：10 月 27 日，公司发布 2022 年三季报，实现收入（5.19 亿元，+72.80%），归母净利润（3.20 亿元，+120.84%）；单三季度实现收入（2.04 亿元，+105.55%），归母净利润（1.36 亿元，+165.11%）。

■业绩大幅增长，净利率持续提升。报告期内，公司以生产保供和三期项目建设为主要抓手，积极推进经营管理各项工作有序开展。前三季度公司实现营业收入 5.19 亿元，同比增加 72.80%，归母净利润 3.20 亿元，同比增加 120.84%，主要系客户需求增长强劲，公司产能按需合理匹配所致。盈利能力方面，前三季度公司毛利率为 74.28%，同比下滑 4.42pct，系产线投产后折旧费用计入营业成本所致。前三季度净利率为 61.69%，同比大幅改善 13.42pct，主要与期间费用率同比下降 23.87pct 至 12.46% 有关，其中管理费用率同比下降 18.17pct，主要系千吨线投产，相应折旧费用管理费用转移至生产成本，研发费用率同比下降 4.15pct，系研发项目处

于验证阶段，费用支出相对减少，财务费用率下降 1.54pct。此外，前三季度公司信用减值损失为-222 万，同比降低 180.99%，主要系报告期内应收款坏账准备计提减少所致。

分季度来看，Q1-Q3 公司分别实现营收 1.73/1.42/2.04 亿元，Q3 环比增长 43.66%；实现归母净利润 0.91/0.94/1.36 亿元，Q3 环比增长 44.68%，营收及净利润单三季度均实现较大幅度环比提升，或与产能不断提高及公司通过提高原丝转化率及设备完好率改进生产组织效率有关。前三季度毛利率分别为 69.25%/75.07%/77.97%，呈稳步增长趋势，或反映随着公司产能提升规模效应显现。净利率方面，前三季度净利率分别为 52.47%/66.06%/66.44%，Q3 净利率环比提升 0.38pct，表明公司持续优化各项费用，Q3 净利率或为 2021 年初以来最高值。

■**资产负债表多项目预示下游需求旺盛**。前三季度存货较期初增长 22.99%，表明公司下游订单充足，正积极备产备货组织生产。同时，三季度末应收账款较期初增加 183.68%，较二季度末增加 41.04%，待确认收入后有望兑现至收入端增厚公司业绩。此外，在建工程较期初增加 646.43%，反映公司三期项目建设正着力推进中。前三季度经营性现金流净额较期初下滑 62.63%，主要系报告期内收现减少且支付的材料费、人工费等各项费用的增加所致。

■**公司积极募投扩产，助力未来业绩增长**。公司原仅有一条 150 吨/年(12K)或 50 吨/年(3K)高性能碳纤维生产线，后通过 IPO 募资 2.42 亿元进行 1000 吨/年国产 T700 级碳纤维扩建项目，2021 年 9 月已完成等同性验证，2022 年已正常生产。公司定增项目 2022 年 3 月落地，拟建设年产 1500 吨高性能碳纤维及织物产品的产线，2022Q3 末此项目土建工程施工已完成 95%，设备订货合同签订率已超 95%，公司有望在 2022 年底完成一条氧化碳化线、一条原丝线的总装。考虑到当前下游需求较为饱满，在公司产能不断提升的背景下业绩端有望持续兑现高景气。

■**股权激励落地，彰显长期成长信心**。10 月 13 日，公司发布股权激励计划（草案），拟授予激励对象限制性股票 109.2 万股，其中首次激励计划拟授予 87.3 万股，激励对象为包括公司高级管理人员、中层管理人员及业务骨干等 13 人，授予价格为 23.36 元/股。此次股权激励计划设置了目标值及触发值两种条件对公司业绩进行考核，其中，参照目标条件，2022-2025 年公司归母净利润分别为 4.33/7.04/9.06/11.47 亿元，同比增长 115%/63%/29%/27%，复合增速为 38.36%；参照触发条件，2022-2025 年公司归母净利润分别为 4.13/6.74/8.65/10.87 亿元，同比增长 105%/63%/28%/26%，复合增速为 38.07%。此次股权激励有望对公司业绩增长产生长期激励作用，彰显公司对于中长期业绩持续性的信心。

■**投资建议**：公司是国内高性能碳纤维龙头供应商，随着下游航空航天领域需求的加速释放，公司碳纤维产品有望核心受益。此外，公司积极募投扩产，布局航空航天领域，随着募投项目有序达产，公司未来业绩有望进一步增长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.5、6.9、8.5 亿元，对应估值分别为 55X、35X、29X，维持“买入-A”评级。

■**风险提示**：募投项目投产不及预期；客户开发进度不及预期；产品价格下降的风险；客户相对集中风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A—正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B—较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034