

23H1 板块业绩有所分化，总装业绩增速提升，核心企业增长韧性仍在

——2023 半年报财务分析

核心观点

事件：近日，军工板块公司已完成 2023 年半年报披露。我们选取 128 个核心军工标的，从调整后的 112 个标的利润表、现金流量表和资产负债表角度来考察军工行业的整体变化。经调整后，23H1 军工板块实现营收 2222.93 亿元，同比增长 9.61%，实现归母净利润 204.14 亿元，同比增长 1.91%。

- **利润表：23H1 营收维持稳健增长，中上游业绩增速放缓，下游总装增速提升。**1) 分配层级看，零部件和分系统收入和利润增速放缓；总装层级收入增速放缓，但得益于毛利率的提升和费用结构改善，净利率略增，业绩增速提升。2) 分所有制看，军工集团营收及利润增速相对稳定，民参军营收同比提升 8.73%，利润出现负增长。3) 分下游领域看，舰船板块增长提速明显，航空板块增速略微放缓，兵器、航天、信息化板块增速放缓较为明显。
- **现金流量表：23H1 现金自下游向中上游传导，总装销售收现比回落至 20H1 水平。**零部件和分系统层级销售收现比均同比回升，产业链中上游回款情况良好；总装销售收现比自 21H1 达到高点后持续下降，23H1 与 20H1 水平相似，说明十四五上半场的大额订单顺利交付确认，但 23 年上半年回款及新订单暂未同步跟进。总装由于采购现金支出大幅增加，现金流流出快速扩张，而 23H1 零部件经营性现金流改善明显，或表明 1) 现金流从下游快速流向产业链中上游 2) 资本和物资在产业链高效流通，总装层级企业处于紧凑的生产进程中。
- **资产负债表：23H1 预收款（含合同负债）同比下降但仍维持高位，中上游产能建设加速推进。**1) 总装层级预收款（含合同负债）同比下降 24.46%至 677.13 亿元，但预收款（含合同负债）依然保持在高位。2) 总装、分系统、零部件存货均同比提升，增速分别为 11.12%、23.33%和 11.59%，各层级企业积极备货生产。3) 各层级固定资产增速均同比提升；零部件和分系统层级在建工程增速均有所提升，且处于较高水平，表明中上游扩产势头强劲；总装层级固定资产增速大幅上升至 13.06%，结合其在建工程增速处于负增区间且同比略有下降，说明其新增产能由建设已逐步转向投产阶段。

投资建议与投资标的

- **核心装备及配套**，建议关注：**整机、无人机产业链**，中航电测(300114，未评级)、中航沈飞(600760，未评级)、中航西飞(000768，未评级)、航发动力(600893，未评级)、中国船舶(600150，未评级)等；**信息化、智能化**，振华科技(000733，增持)、中航光电(002179，买入)、航天电器(002025，买入)、振华风光(688439，买入)、振芯科技(300101，未评级)等；**核心配套**，中航重机(600765，买入)、钢研高纳(300034，买入)、西部超导(688122，未评级)、西部材料(002149，未评级)、抚顺特钢(600399，买入)、图南股份(300855，未评级)、北摩高科(002985，买入)、派克新材(605123，未评级)、华秦科技(688281，增持)、光威复材(300699，买入)、长盈通(688143，未评级)、三角防务(300775，未评级)、菲利华(300395，买入)等。
- **国企改革**，建议关注：**中航、航发系**，中直股份(600038，增持)、洪都航空(600316，未评级)、中航高科(600862，买入)、航发控制(000738，未评级)、中航机载(600372，增持)、航发科技(600391，未评级)等；**电科系**，天奥电子(002935，未评级)、东信和平(002017，未评级)、四创电子(600990，买入)、电科芯片(600877，未评级)、国睿科技(600562，未评级)等；**航天系**，航天电子(600879，未评级)、航天彩虹(002389，未评级)等。

风险提示： 订单不及预期；武器装备研发进度不及预期；产品价格下降风险

行业评级

看好（维持）

国家/地区

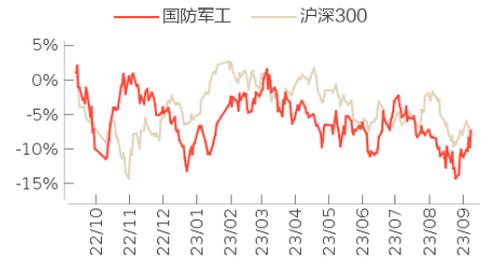
中国

行业

国防军工行业

报告发布日期

2023 年 09 月 13 日



证券分析师

王一

021-63325888*6126

wangtiany@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120021

罗楠

021-63325888*4036

luonan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518100001

冯函

021-63325888*2900

fenghan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070002

丁昊

dinghao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522080002

联系人

宁小涵

ningxiaohan@orientsec.com.cn

相关报告

- 船舶大周期启动，结构升级利好国内头部船企 2023-08-30
- 主动基金持仓占比有所回升，配置聚焦产业链两端：2023Q2 军工行业基金持仓分析 2023-07-31
- 把握高性价比配置机会，关注新城新质和武器装备出口：——国防军工行业 2023 年中期策略报告 2023-06-14

目录

1、23H1 营收维持稳健增长，下游总装业绩增速提升	5
1.1 23H1 中上游业绩增速放缓，下游总装增速提升	7
1.2 23H1 军工集团营收及利润增速相对稳定，民参军利润出现负增长	11
1.3 23H1 舰船板块景气上行，其余板块增速均有不同程度下降	13
2、23H1 现金从下游快速流向中上游，总装销售收现比回落至 20H1 水平 ...	14
2.1 23H1 零部件和分系统销售收现比提升，零部件现金流改善明显	15
2.2 23H1 民参军销售收现比回升，军工集团经营现金流出持续扩大	16
3、23H1 预收款（含合同负债）同比下降但仍维持高位，中上游产能建设加速 推进	17
3.1 23H1 总装预收款（含合同负债）仍保持高位，中上游扩产势头强劲	17
3.2 23H1 军工集团预收款（含合同负债）维持高位，全行业固定资产高增速	20
投资建议	22
附录：128 个标的财务概况	22

图表目录

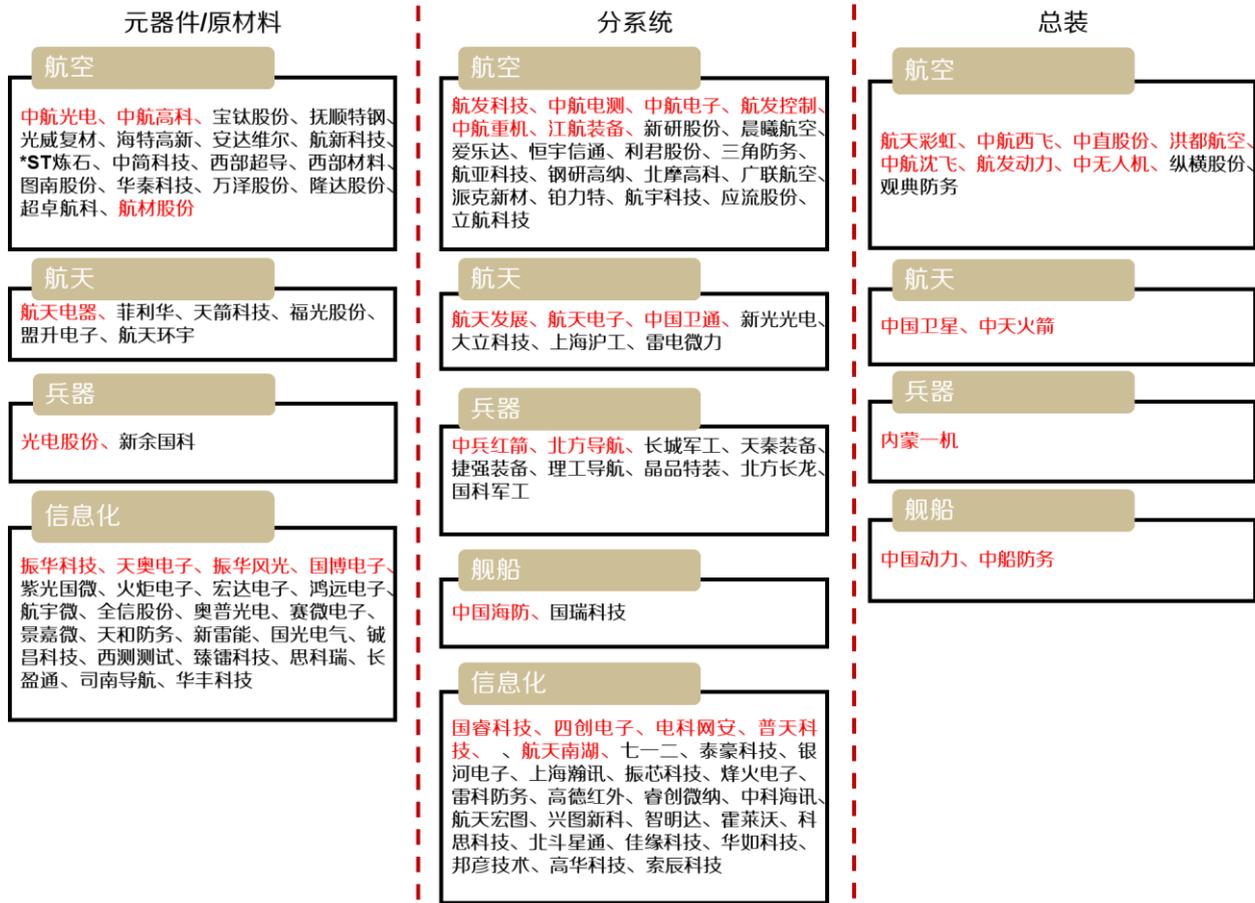
图 1: 128 支核心军工股标的.....	5
图 2: 2017A~2023H1 营收 (亿元) 和同比增速 (未调整)	6
图 3: 2017A~2023H1 归母净利润 (亿元) 和同比增速 (未调整)	6
图 4: 2017A~2023H1 营收 (亿元) 和同比增速 (调整后)	6
图 5: 2017A~2023H1 归母净利润 (亿元) 和同比增速 (调整后)	6
图 6: 2018A~2023H1 营收 (亿元) 及各季度占比	7
图 7: 2018A~2023H1 净利润 (亿元) 及各季度占比	7
图 8: 按产业链分类营收增速 (年度同比)	8
图 9: 按产业链分类营收增速 (半年度同比)	8
图 10: 按产业链分类归母净利润增速 (年度同比)	8
图 11: 按产业链分类归母净利润增速 (半年度同比)	8
图 12: 按产业链分类营收增速 (季度同比)	9
图 13: 按产业链分类归母净利润增速 (季度同比)	9
图 14: 按产业链分类净利率 (年度)	9
图 15: 按产业链分类净利率 (半年度)	9
图 16: 按产业链分类期间毛利率 (半年度)	9
图 17: 按产业链分类期间费用率 (半年度)	9
图 18: 零部件层级企业期间费用率 (半年度)	10
图 19: 分系统层级企业期间费用率 (半年度)	10
图 20: 总装层级企业期间费用率 (半年度)	10
图 21: 按产业链分类减值损失占营收比例 (半年度)	10
图 22: 按所有制分类营收和归母净利润增速 (年度同比)	11
图 23: 按所有制分类营收和归母净利润增速 (半年度同比)	11
图 24: 按所有制分类营收和归母净利润增速 (季度同比)	12
图 25: 按所有制分类净利率 (半年度)	12
图 26: 按所有制分类毛利率 (半年度)	12
图 27: 按所有制分类期间费用率 (半年度)	13
图 28: 军工集团企业费用率 (半年度)	13
图 29: 民参军企业费用率 (半年度)	13
图 30: 按所有制分类减值损失占营收比例	13
图 31: 按下游分类营收增速 (年度同比)	14
图 32: 按下游分类营收增速 (半年度同比)	14
图 33: 按下游分类归母净利润增速 (年度同比)	14
图 34: 按下游分类归母净利润增速 (半年度同比)	14

图 35: 按产业链分类销售收现比 (年度同比)	15
图 36: 按产业链分类销售收现比 (半年度同比)	15
图 37: 按产业链分类经营性现金流净值/亿元 (年度)	15
图 38: 按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元 (半年度)	15
图 39: 按产业链分类经营性现金流入/亿元 (半年度)	16
图 40: 按产业链分类经营性现金流出/亿元 (半年度)	16
图 41: 按所有制分类销售收现比 (年度同比)	16
图 42: 按所有制分类销售收现比 (半年度同比)	16
图 43: 按所有制分类经营性现金流净值/亿元 (年度)	17
图 44: 按所有制分类经营性现金流净值/亿元 (半年度)	17
图 45: 按所有制分类经营性现金流入/亿元 (半年度)	17
图 46: 按所有制分类经营性现金流出/亿元 (半年度)	17
图 47: 按产业链层级分类预收账款(含合同负债) (亿元) 及占比 (年度)	18
图 48: 按产业链层级分类预收账款(含合同负债) (亿元) 及占比 (半年度)	18
图 49: 按产业链层级分存货 (亿元) 及占比 (年度)	18
图 50: 按产业链层级分存货 (亿元) 及占比 (半年度)	18
图 51 按产业链层级分应收账款 (亿元) 及占比 (年度)	19
图 52: 按产业链层级分应收账款 (亿元) 及占比 (半年度)	19
图 53: 按产业链层级分固定资产增速 (年度)	19
图 54: 按产业链层级分固定资产增速 (半年度)	19
图 55: 按产业链层级分在建工程增速 (年度)	19
图 56: 按产业链层级分在建工程增速 (半年度)	19
图 57: 按所有制分类预收账款(含合同负债) (亿元) 及占比 (年度)	20
图 58: 按所有制分类预收账款(含合同负债) (亿元) 及占比 (半年度)	20
图 59: 按所有制分类应收账款 (亿元) 及占比 (年度)	20
图 60: 按所有制分类应收账款 (亿元) 及占比 (半年度)	20
图 61: 按所有制分类固定资产增速 (年度)	21
图 62: 按所有制分类固定资产增速 (半年度)	21
图 63: 按所有制分类在建工程增速 (年度)	21
图 64: 按所有制分类在建工程增速 (半年度)	21
表 1: 128 个标的 22A&23H1 财务概况 (亿元)	22

近日，军工板块公司陆续公布了 2023 年半年报。我们综合中信和申万军工指数成分股，删减个别军品占比低的标的，增加了军品占比较高的新股，最终选取 128 个军工板块重点标的。通过对这些上市标的历年财务情况的梳理和分析，跟踪军工行业的整体经营状况。我们主要从三个维度对 128 个标的进行分类：

- a) 按所有制分类，根据是否属于军工集团，分集团军工和民参军（含地方国有军工企业）两类。
- b) 按产业链分类，根据公司所处产业链层级，分总装、分系统和零部件（含维修服务）三类。
- c) 按子领域分类，根据下游类别，分为航空、航天、舰船、兵器和信息化五个子领域。

图 1：128 支核心军工股标的

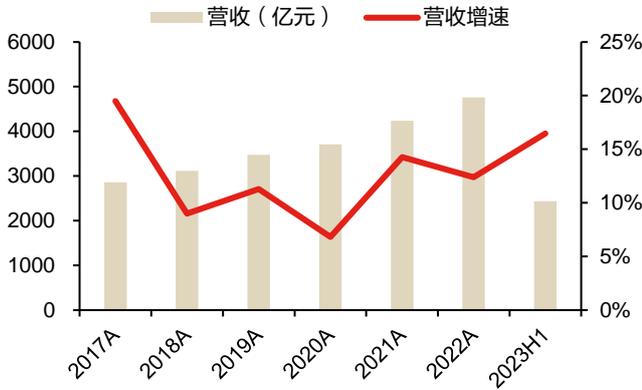


数据来源：东方证券研究所
注：标红为军工国企

1、23H1 营收维持稳健增长，下游总装业绩增速提升

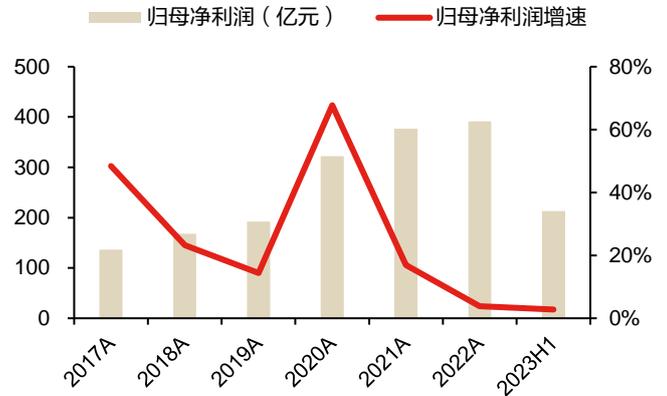
128 个重点军工标的中，2022 年合计实现营收 4763 亿元，同比增长 12.40%，实现归母净利润 391 亿元，同比增长 3.79%。2023H1 实现营收 2441 亿元，同比增长 16.46%，实现归母净利润 213 亿元，同比增长 2.78%。

图 2：2017A~2023H1 营收（亿元）和同比增速（未调整）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2017A~2023H1 归母净利润（亿元）和同比增速（未调整）



数据来源：Wind，东方证券研究所

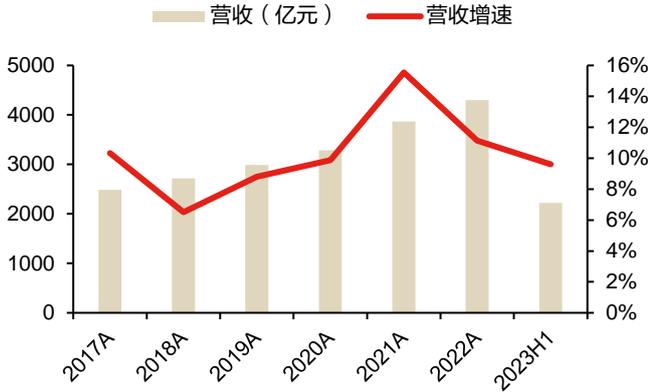
考虑到军工国企重组、大额减值损失、大额投资收益确认以及疫情原因红外民品的增长对业绩的影响，我们将对数据进行以下调整：1）每一报告期的营收及利润增速采用与上一报告期的调整后数据对比获得；2）每一报告期同比上一报告期的增速计算剔除上一报告期无披露数据的新股的影响；3）由于 2019 年至今以下公司计提大额减值损失对利润分析产生重大影响，剔除*ST 炼石、银河电子、北斗星通、新研股份、海特高新、全信股份、抚顺特钢、航宇微、泰豪科技、航新科技、北斗星通、国瑞科技、雷科防务，暂不纳入分析范围；4）中船防务因丧失广船国际控制权，在 20Q1 确认 33.90 亿元投资收益，对利润分析产生重大影响，因此剔除；5）由于疫情原因，20 年高德红外、大立科技、睿创微纳防疫红外民品大幅增加，同时 21 年大幅回落，对利润分析产生重大影响，因此剔除。在本文的后续分析中，我们对调整后的 112 个标的进行财务分析。

按照调整后的营收利润计算，21A、22A、23H1 军工板块的营收增速分别为 15.54%、11.14%、9.61%（对应调整前 14.28%、12.40%、16.46%），归母净利润增速分别为 31.17%、11.25%、1.91%（对应调整前 16.93%、3.79%、2.78%）。在本章的后续分析中，我们对调整后的标的进行财务分析。

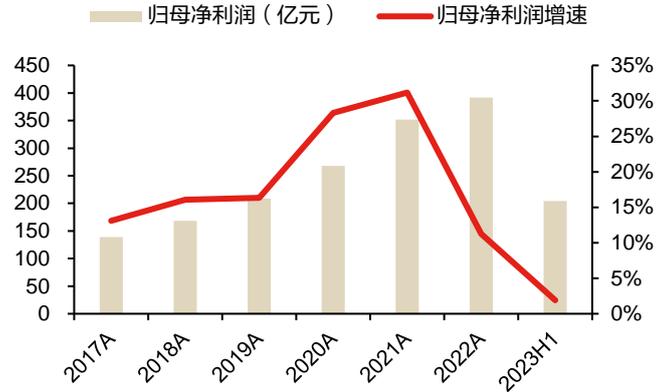
23 年 H1 军工板块营收同比增长 9.61%，归母净利润同比增长 1.91%，营收端保持稳健增长，利润端增速同比有所放缓，或受到“十四五”中期调整尚未落地，部分订单计划放缓的影响。利润端增速不及营收端，主要原因可能为武器装备低成本趋势下部分产品价格调整，以及军品增值税免税政策的调整。未来随着中期调整落地，行业景气度有望提升。

图 4：2017A~2023H1 营收（亿元）和同比增速（调整后）

图 5：2017A~2023H1 归母净利润（亿元）和同比增速（调整后）



数据来源: Wind, 东方证券研究所

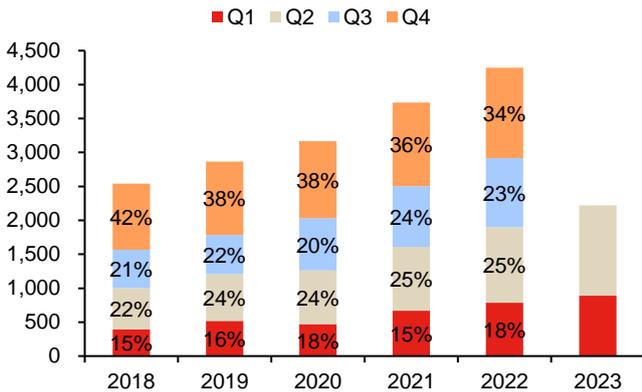


数据来源: Wind, 东方证券研究所

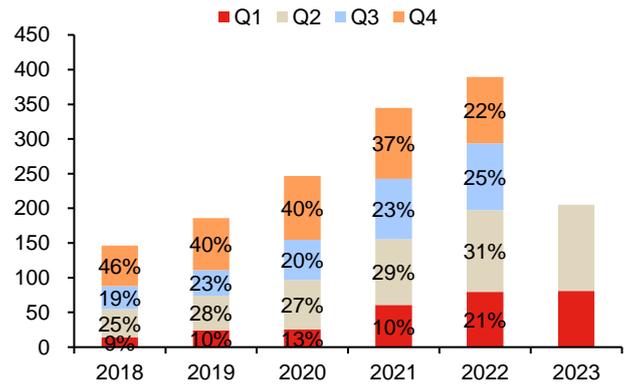
2018、2019、2020、2021、2022年上半年的营收占比分别为37%、40%、42%、40%、43%，归母净利润占比分别为34%、38%、40%、39%、52%，自18年起两者均呈现提升趋势，且利润端更为明显，全年分布趋于平衡，说明上市公司占比较高的航空工业集团近年来持续推进的“均衡生产”成果显现。

图6: 2018A~2023H1 营收 (亿元) 及各季度占比

图7: 2018A~2023H1 净利润 (亿元) 及各季度占比



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

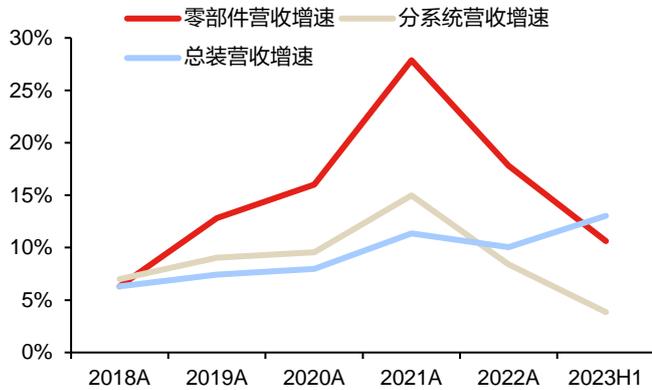
1.1 23H1 中上游业绩增速放缓，下游总装增速提升

营收端: 23H1 零部件、分系统、总装层级营收同比增速分别为10.62%、3.85%、13.03%，增速较22H1有所放缓。零部件营收增速同比增长10.62%，主要得益于国产替代逻辑较强的信息化标的（中航光电、振华风光、奥普光电、紫光国微）和航发上游原材料标的（图南股份、华泰科技）的拉动；总装企业营收同比增长13.03%，同比增速均处于18年以来较高位，其中营收占比较大的中直股份（营收105.58亿元+56.38%）、中国动力（营收213.16亿元，+27.92%）、航发动力（营收177.75亿元，+20.05%）、中航沈飞（营收231.50亿元，+16.85%）。

利润端: 23H1 总装层级归母净利润增速同比提升，且超越其营收增速；零部件和分系统增速持续下降。23H1 零部件层级企业归母净利润同比增长2.64%；分系统层级企业归母净利润同比下降6.90%，主要系下游需求调整等因素所导致，该层级航天发展、中兵红箭、新光光电、中科海迅、科思科技、北方长龙等业绩下滑明显。23H1 总装层级企业归母净利润同比增长14.99%，高于其营收增速，或受益于十四五初期订单景气度逐步传导至下游主机厂，其中利润占比较高的航空主机厂标的中直股份（归母净利润1.26亿元，+632.48%）、中航沈飞（归母净利润14.93亿元，+33.46%）、中航西飞（归母净利润5.65亿元，+17.08%）、航天彩虹（归母净利润1.14亿

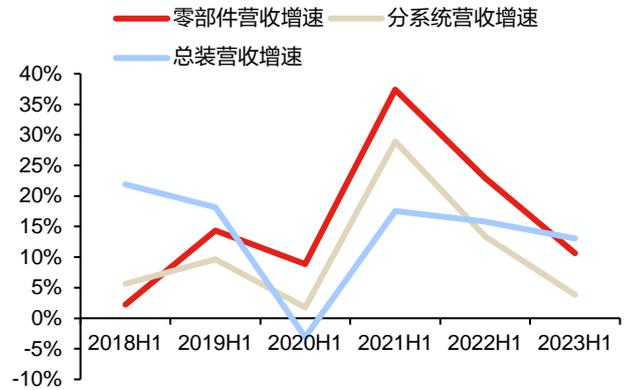
元，+57.43%）业绩亮眼，强势拉升该层级业绩增速，后续伴随新型号放量以及需求持续恢复，总装层级业绩有望继续提升。

图 8：按产业链分类营收增速（年度同比）



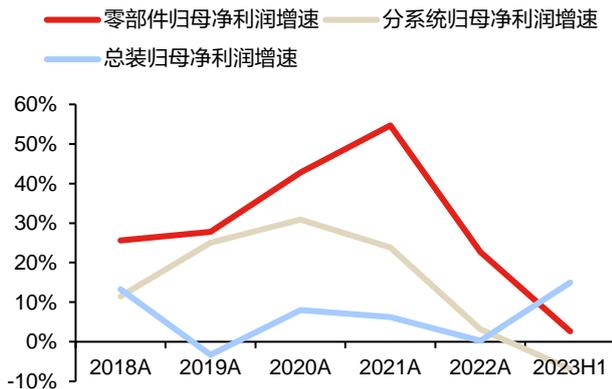
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：按产业链分类营收增速（半年度同比）



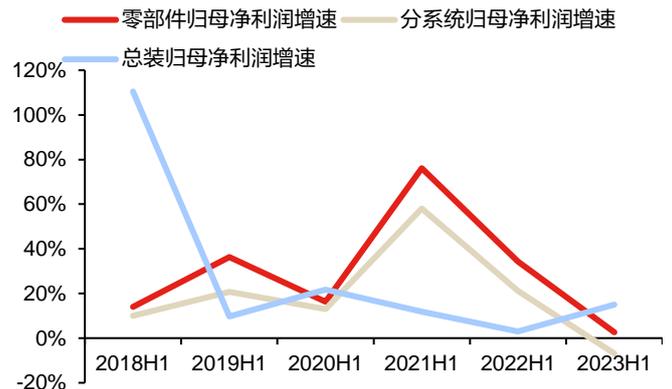
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：按产业链分类归母净利润增速（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

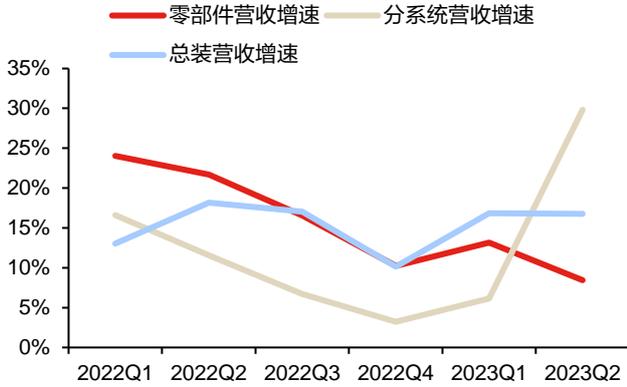
图 11：按产业链分类归母净利润增速（半年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

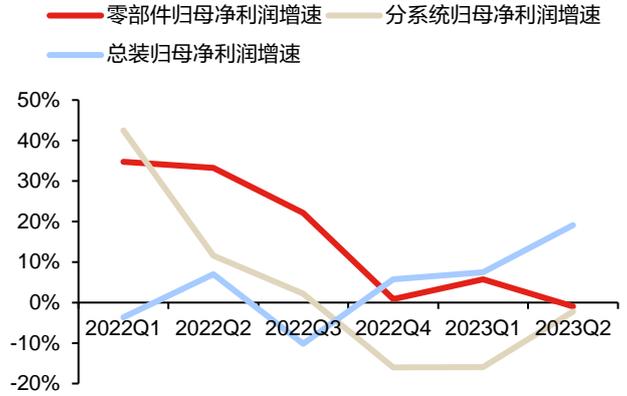
从季度数据看，23Q2 零部件及分系统层级业绩增速处于负增区间，总装层级表现亮眼。23Q2 零部件层级营收增速为 8.44%，归母净利润增速为-0.95%，主要由于下游产品、需求结构调整带来的扰动及部分元器件标的的业绩下滑。除此之外，振华风光、航天电器、中航光电、紫光国微、振华科技等军工信息化核心标的业绩均实现稳健甚至超预期增长；航空航天新材料板块中华秦科技、宝钛股份、中航高科、图南股份业绩稳健增长。23Q2 分系统层级营收增速为 29.82%，较 23Q1 提升 23.67pct，归母净利润增速为-2.19%，较 23Q1 提升 13.01pct，其中铂力特、利君股份、北摩高科、北方导航等业绩在 23Q2 相较 Q1 实现大幅回升。自 2022Q3 以来，总装层级利润增速持续提高，22Q4 利润增速由负转正，随后继续增长至 23Q2 的 19.12%，创造季度利润增速高点，并且超越同时期营收增速，这主要得益于净利润占比较大的龙头企业业绩超预期兑现：中航沈飞（归母净利润 8.51 亿元，+40.10%）、中国动力（归母净利润 2.53 亿元，+48.69%）、中直股份（归母净利润 1.12 亿元，+1857.88%）、航天彩虹（归母净利润 0.95 亿元，+152.84%）。

图 12：按产业链分类营收增速（季度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

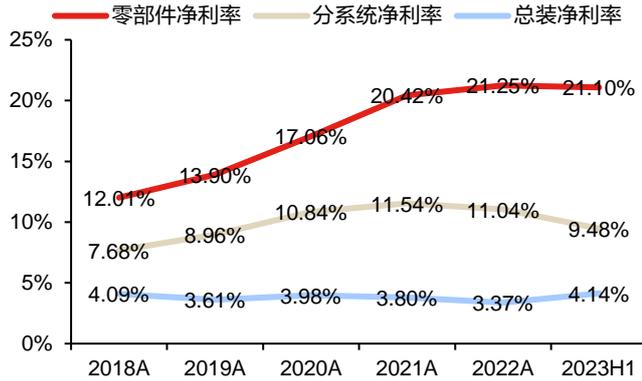
图 13：按产业链分类归母净利润增速（季度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

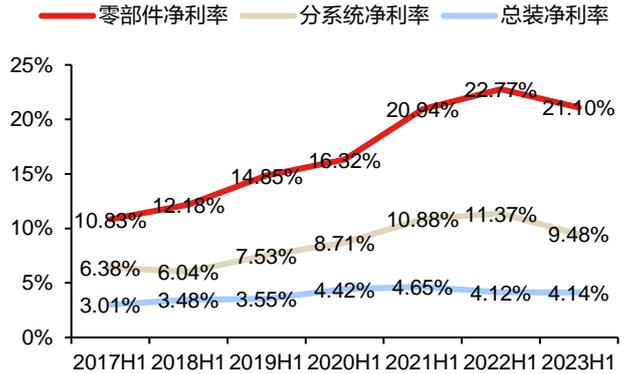
净利率：23H1 总装层级净利率稳中有升。从 23 年上半年看，零部件和分系统层级净利率同比有所下滑，分别下降 1.67pct、1.89pct 至 21.10%、9.48%；总装层级企业净利率略增 0.02pct 至 4.14%。

图 14：按产业链分类净利率（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：按产业链分类净利率（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

分析 23H1 各产业链的毛利率期间费用率以及减值损失占比营收的情况，我们发现：中上游的毛利率有所下降，而下游总装的毛利率稳中有升；零部件及分系统层级的期间费用率均上升，主要由于研发支出占比提升。下游总装层级企业的期间费用率则持续下降；各个层级减值损失占营收比例均减少。不同的产业链层级呈现出不同的特点，导致盈利能力有不同的变化

图 16：按产业链分类期间毛利率（半年度）

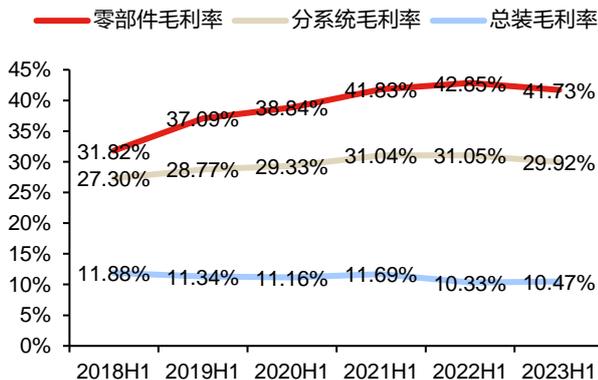
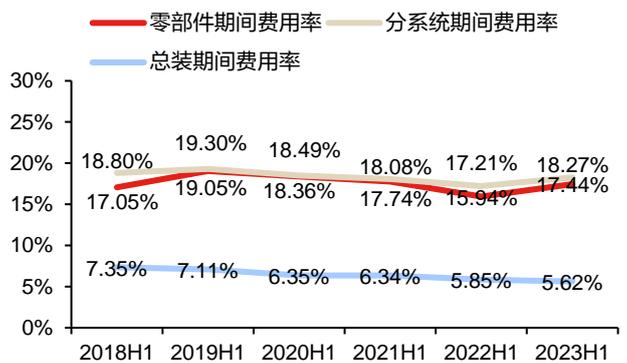


图 17：按产业链分类期间费用率（半年度）



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Wind，东方证券研究所

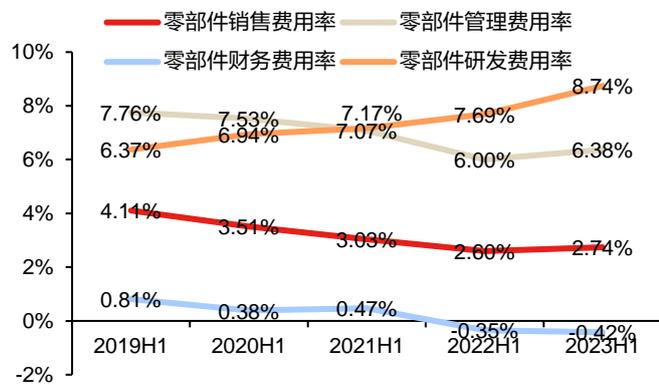
数据来源：Wind，东方证券研究所

零部件&原材料：毛利率处于高位，期间费用率增长，23H1 净利率略有下滑。23H1 零部件层级军工企业综合毛利率为 41.73%，较 22H1 下降 1.12pct，或由于 1) 原材料价格波动影响 2) 在低成本趋势下部分零部件价格调整，但毛利率仍维持高位，体现零部件&原材料层级企业的盈利韧性。期间费用率同比增长 1.5pct 至 17.44%，其中销售费用率微增 0.14pct，管理费用率升高 0.38pct，研发支出占比自 19H1 持续提升，表明上游零部件对于新产品等的研发投入在不断增加，23H1 研发支出占比延续增长趋势，同比大幅提升 1.05pct，为长远稳健高质量发展奠定基础，夯实该层级企业长期竞争力；此外，财务费用率持续下降，23H1 同比略降 0.07pct，可能由于零部件层级现金流改善所致。综上，零部件层级净利率略有下降。

分系统：毛利率微降，期间费用率提升，23H1 净利率有所下降。22 年分系统层级军工企业综合毛利率为 29.92%，同比略微下降 1.13pct。期间费用率为 18.27%，相比 22H1 提升 1.06pct，主要由于管理费用率和研发费用率的提升幅度超过了销售和财务费用率的下降幅度，其中研发支出占比同比大幅提升 1.02pct 至 7.93%。分系统层级企业的研发支出占比自 2019H1 持续上升，23H1 同比提升 1.02pct。综上，分系统层级净利率有所下降。

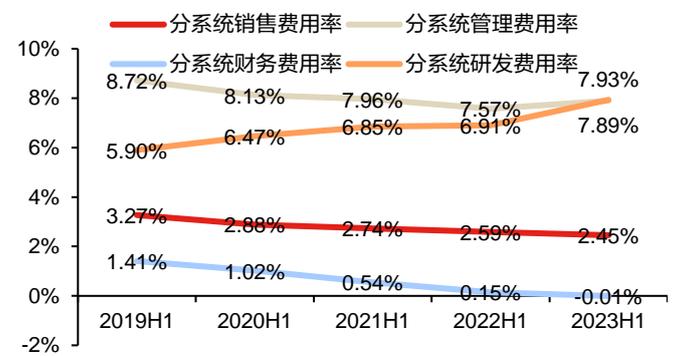
总装：毛利率稳中提升、费用结构持续优化，23H1 净利率有所提升。23H1 年总装企业综合毛利率为 10.47%，较 22H1 年上升 0.14pct，体现出主机厂推进提质增效、产品结构不断优化的成果。期间费用率为 5.62%，较 22H1 下降 0.23pct，除研发投入占比持续提升，其余费用率皆有不同程度的改善，费用结构持续优化。综上，23H1 毛利率提升叠加期间费用率下降共同驱动总装层级企业净利率提升。

图 18：零部件层级企业期间费用率（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

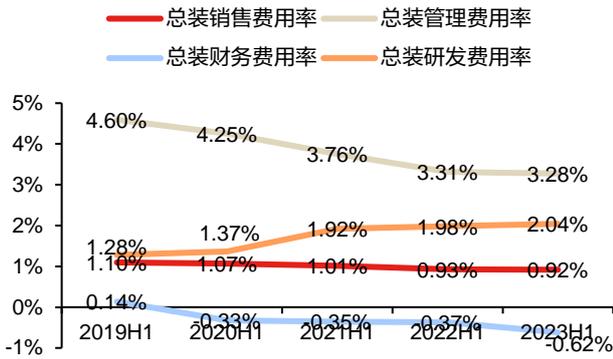
图 19：分系统层级企业期间费用率（半年度）



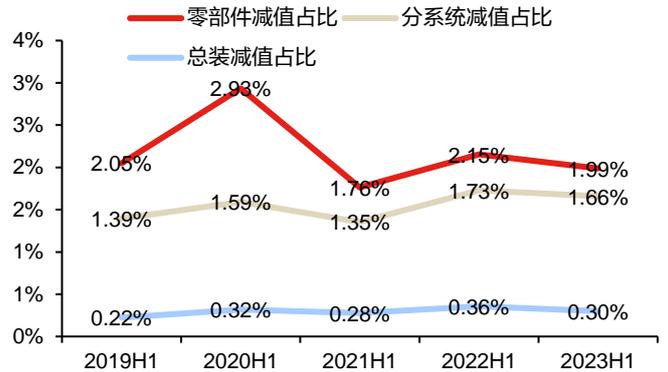
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：总装层级企业期间费用率（半年度）

图 21：按产业链分类减值损失占营收比例（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

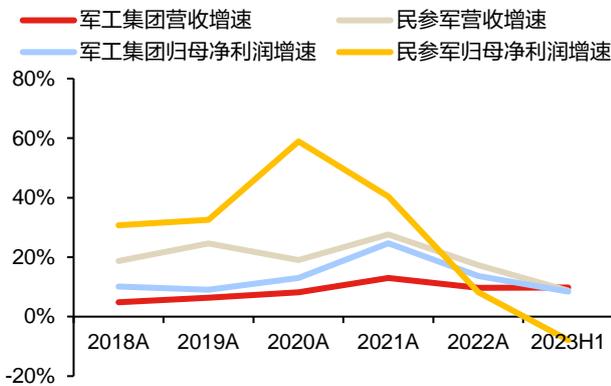


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 23H1 军工集团营收及利润增速相对稳定，民参军利润出现负增长

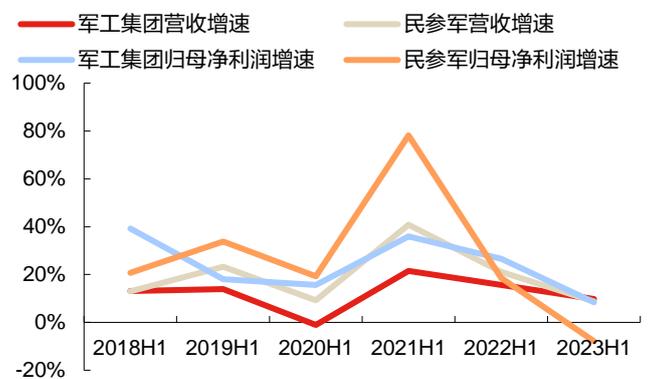
营收及利润端：23H1 军工集团业绩同比增长 8.40%，民参军企业业绩同比下降 7.87%。半年度看，军工集团及民参军企业的营收和归母净利润增速相比于 22 年同期均有所放缓。军工集团 23H1 营收同比增长 9.82%，归母净利润同比增长 8.40%，主要受益于中直股份、中航光电、振华风光、中航沈飞的强劲拉动。23H1 民参军企业营收同比增长 8.73%，归母净利润增速为-7.87%，主要与利润占比较高的鸿远电子、火炬电子和宏达电子业绩下滑有关，根据 23 年半年报内容，主要原因为下游需求放缓，除此之外，航亚科技、图南股份、华秦科技等民参军企业业绩凸显较强的盈利韧性。

图 22：按所有制分类营收和归母净利润增速（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

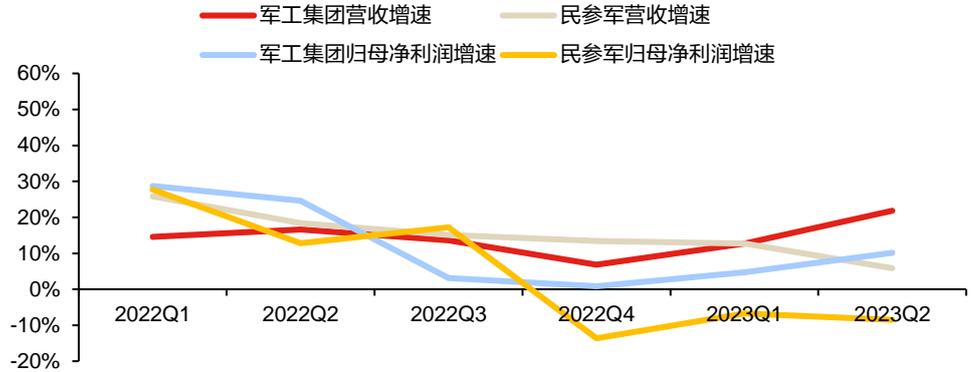
图 23：按所有制分类营收和归母净利润增速（半年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

从季度数据看，23 年 Q1、Q2 军工集团营收及业绩增速呈现向上的态势，增速维持在较高水平，随着国企改革继续深化，军工央企优质资产整合或将提速，军工集团营收规模、业绩有望持续提升。民参军企业自 22Q4 起，业绩增速进入负增区间，或由于民参军企业大多处于军工产业链中上游，部分企业或受下游采购节奏波动及低成本化要求影响，导致业绩有所下降。

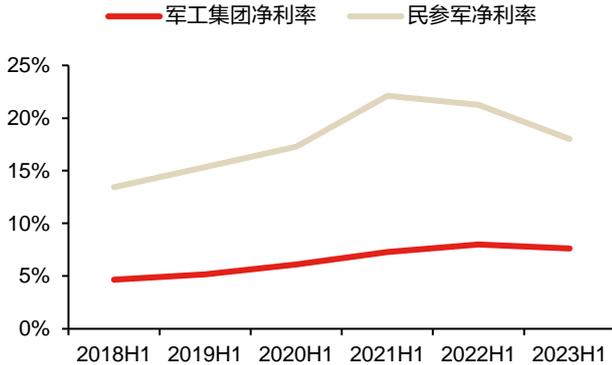
图 24：按所有制分类营收和归母净利润增速（季度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

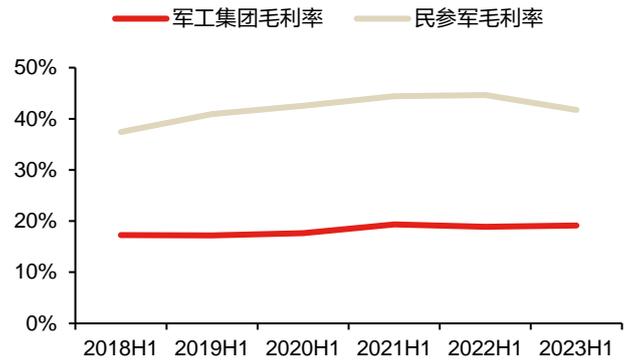
净利率：军工集团和民参军企业净利率略有下降，但仍处于高位。由于定价机制和配套级别不同，军工集团企业利润率水平低于民参军企业，但表现也更为平稳。从半年度看，自 18H1 军工集团企业净利率呈现上升趋势，23H1 净利率略降 0.37pct 至 7.63%，但依旧保持较高净利率水平。民参军企业净利率同比下降 3.24pct 至 18.01%，仍处于较高位。

图 25：按所有制分类净利率(半年度)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：按所有制分类毛利率(半年度)

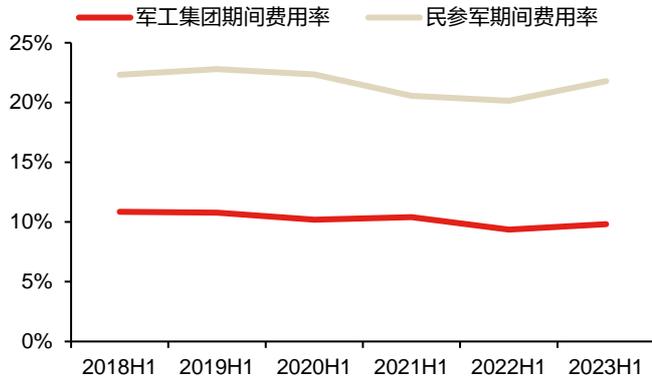


数据来源：Wind，东方证券研究所

军工集团毛利率稳中有升，期间费用率微增，净利率处于较高水平。半年度看，自 18H1 军工集团毛利率呈现稳中有升趋势，23H1 达到 19.11%，同比增长 0.22pct。19H1 至 23H1 军工集团企业管理费用率从 5.77%降低至 4.82%，销售费用率从 1.84%持续下降至 1.39%，财务费用率从 0.49%持续下降至-0.45%，22H1、23H1 实现财务收益，是 19H1 到 23H1 军工集团企业净利率形成稳步抬升趋势的重要因素之一。同时，研发开支占比从 2.67%持续增长至 4.05%，费用结构不断优化，体现出军工央企改革成效。

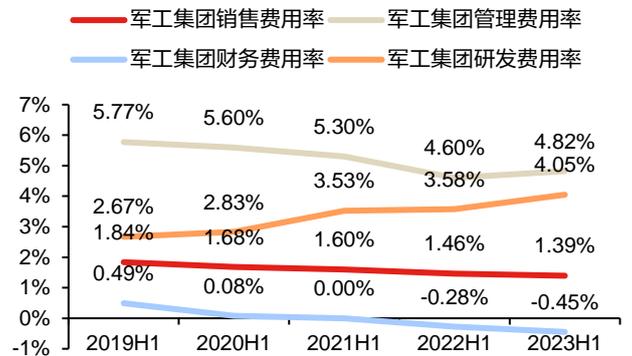
研发费用率快速上升导致民参军企业期间费用端承压，净利率仍处高位。23H1 民参军企业毛利率下降 2.93pct 至 41.71%，期间费用率上升 1.65pct 至 21.79%，其中销售费用率和管理费用率皆略有上升，财务费用率持续下降并在 23H1 实现财务收益。同时，23H1 民参军企业研发支出占比大幅提升 1.29pct，达到 10.78%。民参军净利率同比下滑 3.24pct 至 18.01%，但仍处于较高水平。

图 27：按所有制分类期间费用率(半年度)



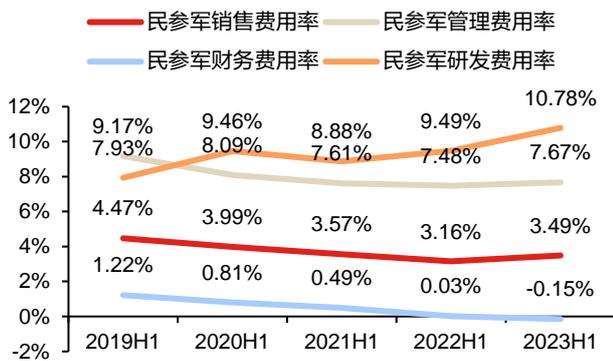
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：军工集团企业费用率（半年度）



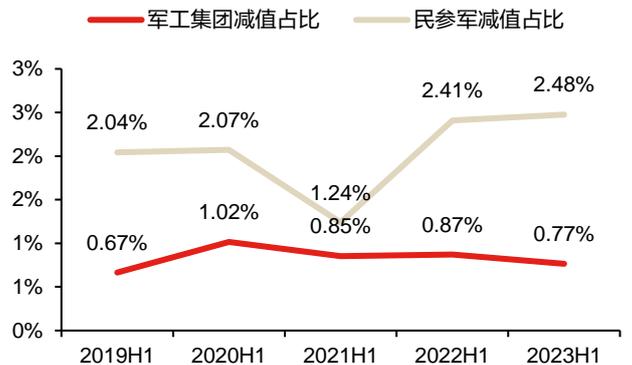
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：民参军企业费用率（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：按所有制分类减值损失占营收比例



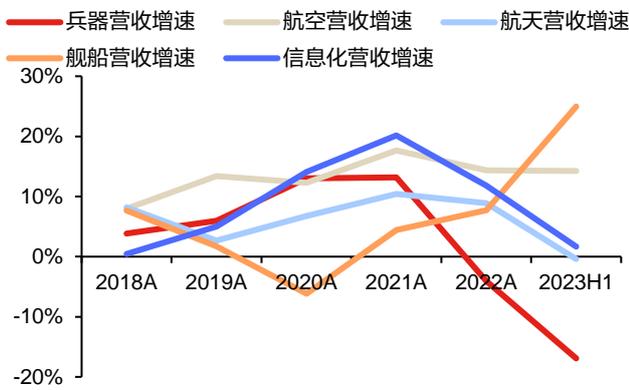
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 23H1 舰船板块景气上行，其余板块增速均有不同程度下降

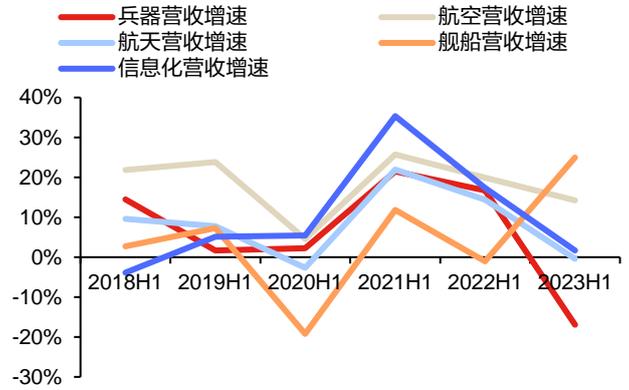
按不同下游分类：22A 航空、信息化、兵器的业绩增速在行业中处于明显较高的水平；23H1 舰船营收增速继续延续其反弹趋势，实现高增，航空板块业绩领先。我们认为航空航天是十四五期间国防军工成长空间最大的领域，同时伴随装备信息化建设和国产替代的持续推进，信息化板块的需求也有望保持持续增长，此外，随着新一轮造船周期开启以及海军装备建设加速推进，舰船板块具备长期成长潜力。

营收端：23H1 舰船、航空板块增速居于行业前列。年度看，舰船板块营收增速自 20 年进入负增区间，之后筑底回升，22 年达到 7.71%。半年度看，23H1 舰船板块领跑，其营收增速同比由负转正，大幅上升 25.97pct 达到 24.96%，主要受益于全球造船大景气周期上行，手持订单饱满、产能利用率大幅提升带动营收高增。航空板块营收增速达到 14.26%，主要与全产业链中分系统层级（航宇科技、铂力特、派克新材、三角防务等）、零部件&原材料层级（图南股份、华泰科技、中航光电）和总装层级（中直股份）的出色表现有关。此外，信息化板块营收同比增长 1.65%；航天板块营收同比下降 0.40%；兵器板块营收同比下降 16.92%。

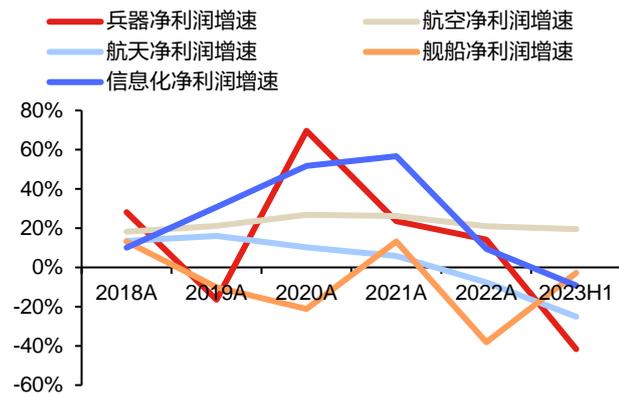
利润端：23H1 航空板块利润端保持高增速，明显高于其营收增速；船舶板块业绩降幅显著收窄。半年度看，23H1 航空板块业绩领先全行业，达到 19.54%的高增速，且是五大板块中唯一一个23H1 利润增速高于营收增速的板块。其利润端保持高增主要得益于利润占比较大的中航光电（19.53 亿元，+29.40%）、中航沈飞（14.93 亿元，+33.46%）、中航电子（10.24 亿元，+25.30%）、（中航重机（7.77 亿元，+38.75%）、三角防务（4.21 亿元，+39.77%）业绩的强势拉动。同时，舰船板块业绩降幅显著收窄，23H1 净利润同比下降 2.80%，由于船舶从接单到交付需要较长的时间，随着此轮周期新船陆续交付，该板块企业业绩有望持续兑现。另外，航天板块净利润增速近几年来首次进入负增区间，其中净利润占比较大的航天发展、中国卫星、中天火箭业绩下滑明显，十四五中期调整落地后业绩有望恢复。

图 31：按下游分类营收增速（年度同比）


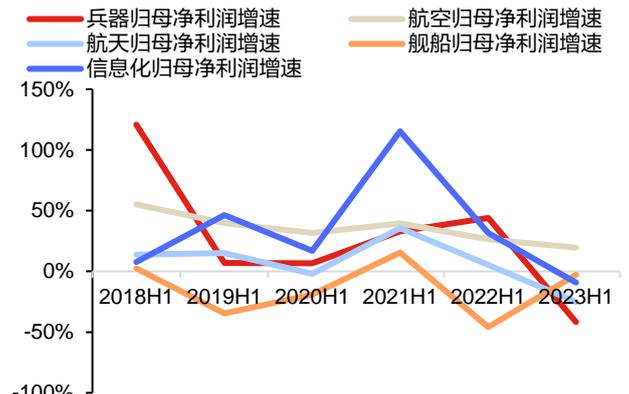
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：按下游分类营收增速（半年度同比）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 33：按下游分类归母净利润增速（年度同比）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 34：按下游分类归母净利润增速（半年度同比）


数据来源：Wind，东方证券研究所

2、23H1 现金从下游快速流向中上游，总装销售收现比回落至 20H1 水平

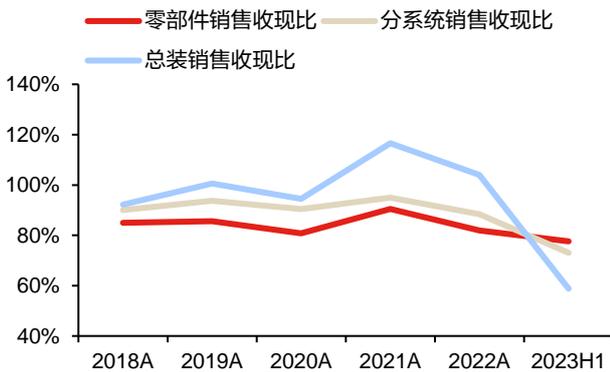
在军品订单增加、生产任务较重的年份，由于资金拨付和产品交付问题，中上游及民参军企业或多或少存在回款滞后和存货积压的情况，现金流因此会受到一定程度的影响。为研究各产业链层级上市公司的现金状况并分析军工集团财务费用率持续下降的原因，我们选择“销售收现比”和“经营性现金流净值”的指标来对军工板块企业进行跟踪。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2.1 23H1 零部件和分系统销售收现比提升，零部件现金流改善明显

销售收现比：23H1 零部件和分系统层级销售收现比均同比回升，总装层级回落至 20H1 水平。年度看，各层级企业销售收现比呈现出两年期波动状态，22 年各层级企业销售收现比均呈下降趋势。半年度看，零部件和分系统企业销售收现比平稳回升，说明 23H1 产业链中上游回款情况良好，其中分系统层级提升明显，由 22H1 的 65.56% 抬升 7.48pct 至 23H1 的 73.04%。总装企业销售收现比自 21H1 达到高点后持续下降，23H1 下降 32.32pct 至 58.80%，与 20H1 水平相似，说明十四五上半场的大额订单顺利交付确认，但 23 年上半年回款及新订单暂未同步跟进。

图 35：按产业链分类销售收现比（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

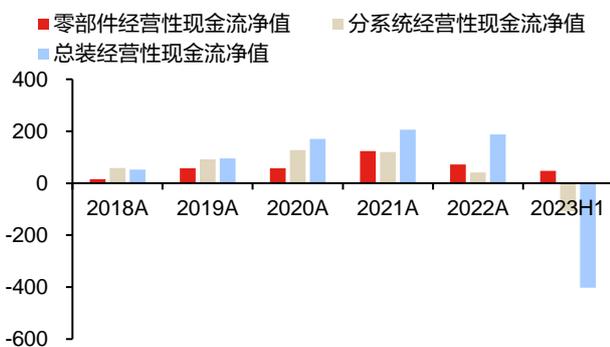
图 36：按产业链分类销售收现比（半年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

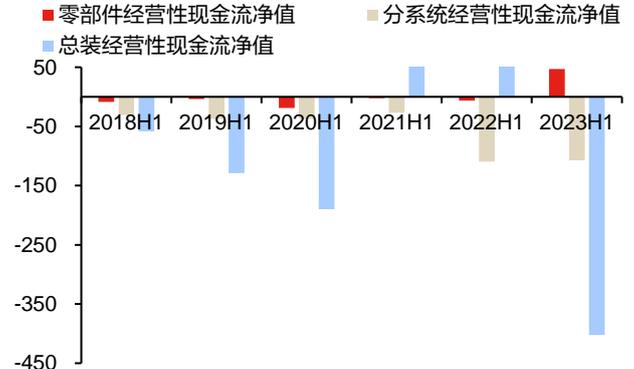
经营性现金流：23 年 H1 零部件经营性现金流由往年净流出转为净流入，现金流较 22H1 改善明显。半年度看，零部件企业现金流流入增长 16.89%，流出增长 1.92%，净值为 46.87 亿元，从去年同期由负转正，主要由于航天电器（由 -5.32 亿元转正为 2.69 亿元）、紫光国微（由 3.65 亿元增长至 11.49 亿元）、光威复材（由 -2.62 亿元转正为 3.55 亿元）等经营性现金流明显改善。分系统经营性现金流流入增长 31.54%，流出增长 24.23%，现金流净值为 -107.27 亿元，相比去年同期波动不大。总装企业现金流流入下降 21.74%，流出增长 35.27%，导致 23H1 其现金流净值为 -402.42 亿元，主要由于 23H1 中航西飞、中航沈飞、航发动力经营性现金大量净流出以及回款能力较弱导致，根据 23 年中报，现金流流出扩张主要原因为采购现金支出的增加，或表明 1）现金流从下游快速流向产业链中上游 2）资本和物资在产业链高效流通，总装层级企业处于紧凑的生产进程中。

图 37：按产业链分类经营性现金流净值/亿元（年度）



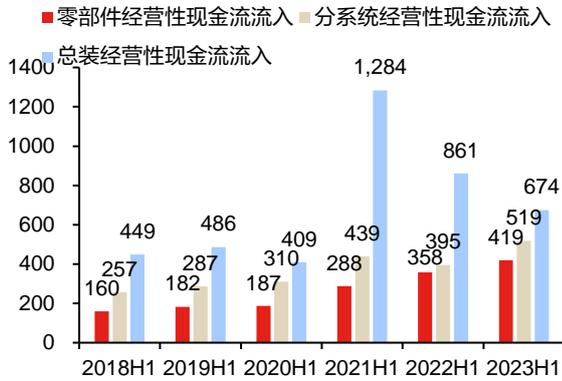
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：按产业链层级分类经营性现金流净值/亿元（半年度）



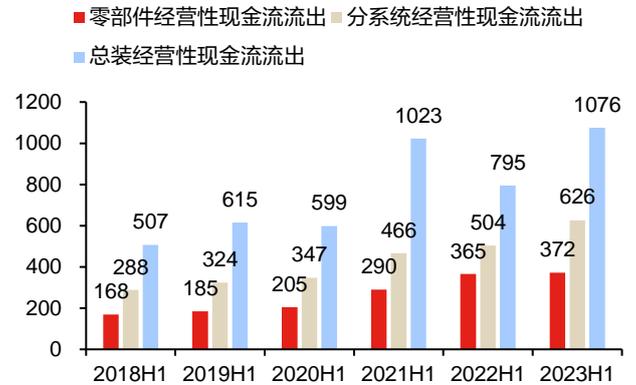
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 39：按产业链分类经营性现金流入/亿元（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 40：按产业链分类经营性现金流出/亿元（半年度）

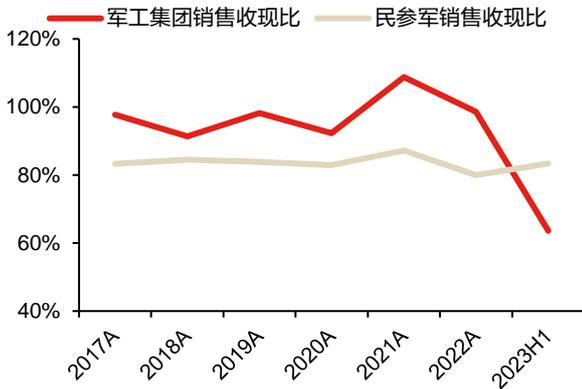


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 23H1 民参军销售收现比回升，军工集团经营现金流出持续扩大

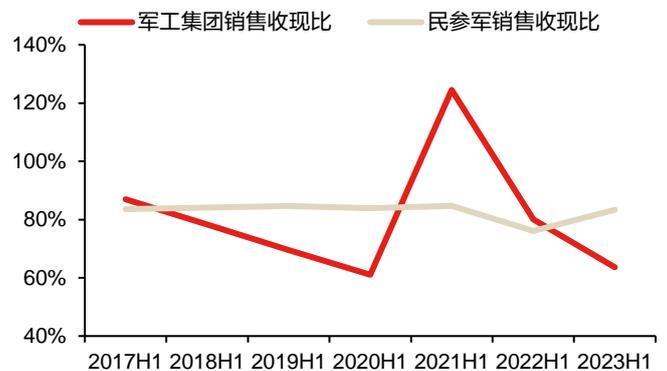
销售收现比：23H1 军工集团销售收现比持续下降，但降幅相较 22H1 有所收窄；民参军销售收现比明显改善。年度看，军工集团企业销售收现比自 21 年达到高点后，22 年有所下降但仍处于较高位置，由于军工集团企业中总装企业的权重较高，因此在综合统计现金流状况时，军工集团企业的表现与总装企业较为类似。半年度看，23H1 军工集团企业销售收现比延续去年同期下降趋势，同比下降 20.62pct 至 63.58%，但降幅较 22H1 有所收窄；民参军企业销售收现比同比增长 9.57pct 至 83.37%，说明 23H1 民参军企业的回款情况得到了较大改善，且比值高于军工集团企业。

图 41：按所有制分类销售收现比（年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

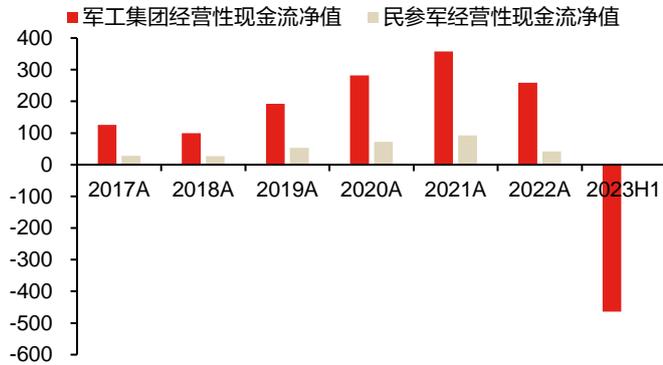
图 42：按所有制分类销售收现比（半年度同比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

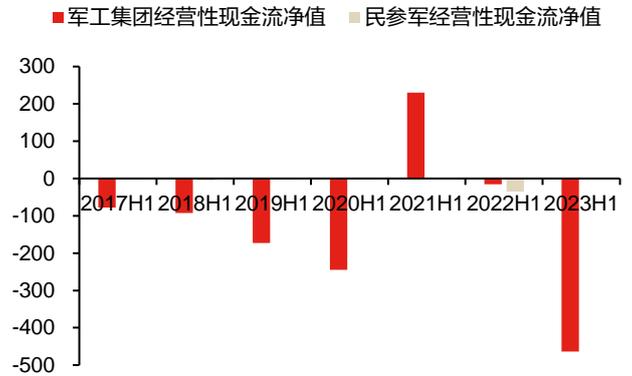
经营性现金流：23H1 军工集团经营性现金流净值下降，民参军现金流有所改善。年度看，22 年军工集团经营性现金流净流入下降 27.51%，民参军企业下降 54.19%。半年度看，23H1 军工集团经营性现金流净流出进一步扩大至-463.89 亿元，主要由于中航西飞、中航沈飞、航发动力经营性现金大量净流出所致。23H1 民参军经营性现金流的流入和流出均呈现增加趋势，分别增加 17.94%、6.04%，显示企业扩大生产的同时现金流也有改善，对应其有所回升的销售收现比。下半年是军工行业集中交付、回款的主要时间，经营现金流将有望进一步改善。

图 43：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（年度）



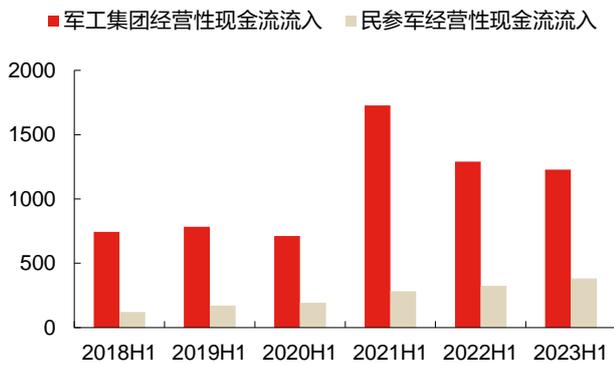
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 44：按所有制分类经营性现金流净值/亿元（半年度）



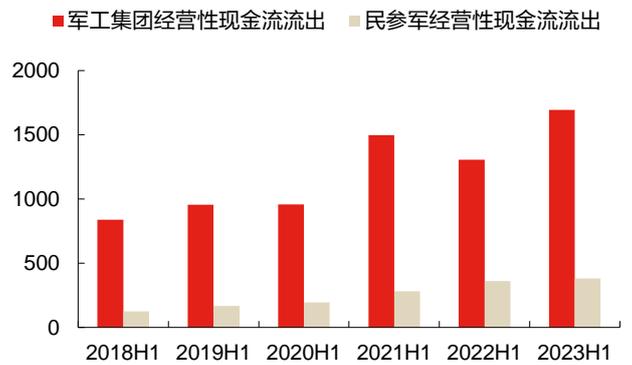
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：按所有制分类经营性现金流入/亿元（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 46：按所有制分类经营性现金流出/亿元（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

3、23H1 预收款（含合同负债）同比下降但仍维持高位，中上游产能建设加速推进

为研究军工行业订单、库存、回款以及投资扩产情况，我们分别选择了预收账款（含合同负债）、存货、应收账款、及在建工程四个财务指标进行年度统计和分析。总体来看，1、23H1 总装企业预收款（含合同负债）回落 24.46%，但仍维持在高位，说明订单饱满、生产任务重，行业进入稳定增长期；2、零部件、分系统企业固定资产和在建工程均加速增长，意味着订单预期旺盛，中上游产业链积极扩产。

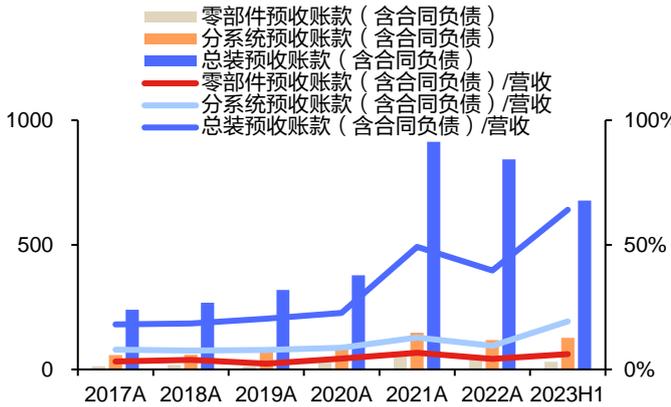
3.1 23H1 总装预收款（含合同负债）仍保持高位，中上游扩产势头强劲

预收款（含合同负债）：23H1 分系统企业预收款(含合同负债)略有增长，零部件和总装层级预收款（含合同负债）有所回落。年度看，22 年全产业链预收款(含合同负债)在经历 21 年大幅上升后均有所回落，零部件、分系统和总装层级预收款（含合同负债）分别同比回落 25.42%、20.08%、7.74%，说明年内订单执行情况较为理想，但可能由于疫情原因新增订单尚未及时跟上。半年度看，23H1 总装和零部件层级企业预收款（含合同负债）同比皆有所下降，主要由于十四五中期调整，下订单节奏放缓，总装层级同比下降 24.46%至 677.13 亿元，但预收款（含合同负债）依然

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

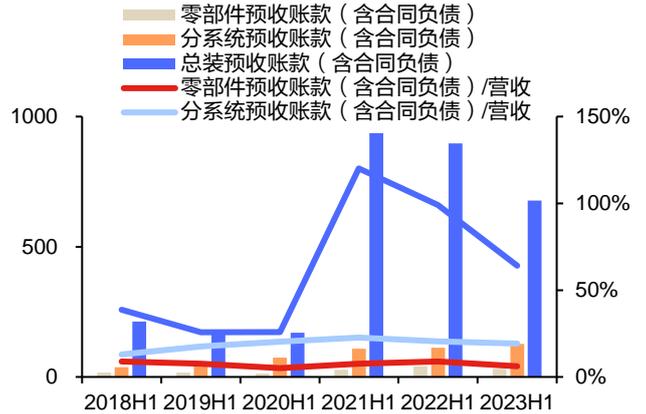
保持在高位，主要由于中航西飞、航发动力、中国动力、中国沈飞持有大量预收款（含合同负债），且中国动力在 23H1 新签订单增加，新增合同负债 23.51 亿元（+24.31%），预收款（含合同负债）共达到 120.27 亿元。23H1 零部件层级预收款（含合同负债）回落 22.70%，分系统层级预收款（含合同负债）持续上涨趋势，同比增加 12.89%至 127.08 亿元。

图 47：按产业链层级分类预收账款(含合同负债) (亿元) 及占比 (年度)



数据来源：Wind，东方证券研究所

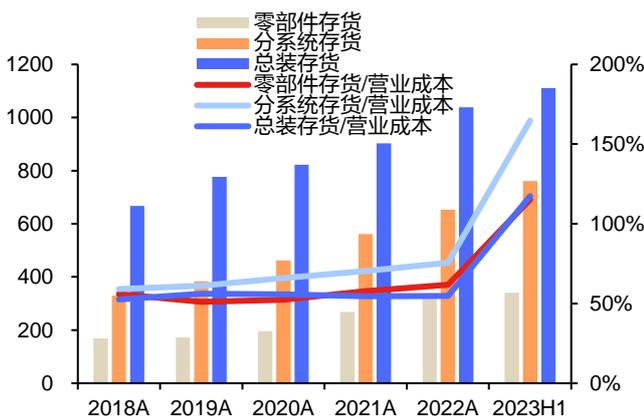
图 48：按产业链层级分预收账款(含合同负债) (亿元) 及占比 (半年度)



数据来源：Wind，东方证券研究所

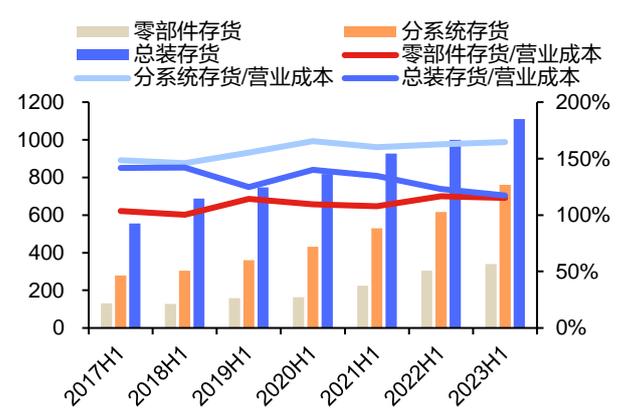
存货&应收账款：23H1 分系统层级存货增速较快；全产业链应收账款占比均有所增长。半年度看，总装、分系统和零部件存货均同比提升，增速分别为 11.12%、23.33%和 11.59%，说明各层级企业积极备货生产。23H1 总装、零部件层级存货营收占比均有下降，分别减少 5.82pct、1.39pct，分系统层级存货营收占比增长 2.09pct，在营收不断增长的情况下，或表明产业链中游产品生产交付节奏加快，企业积极排产备货。总装、分系统和零部件层级应收账款占比较 22H1 明显增加，分别增加 5.56pct、13.83pct 和 7.31pct，订单回款速度放缓。结合前文，部分总装层级企业近年来收到大额预收款（含合同负债），未来各层级企业资金压力初步呈现缓和态势。

图 49：按产业链层级分存货 (亿元) 及占比 (年度)



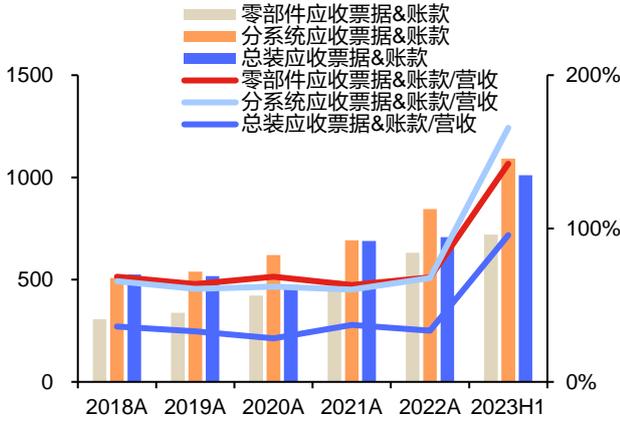
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 50：按产业链层级分存货 (亿元) 及占比 (半年度)



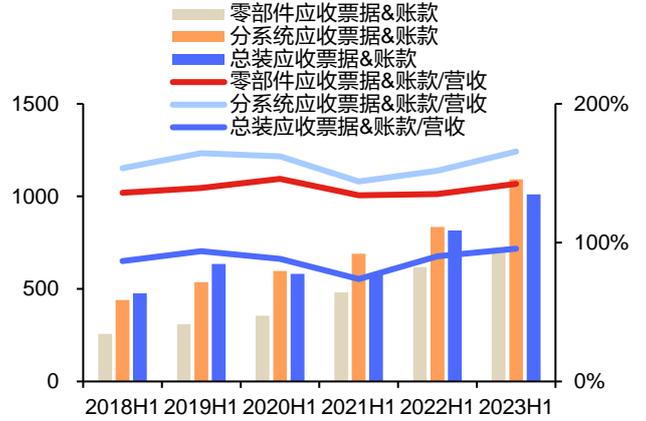
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 51 按产业链层级分应收账款（亿元）及占比（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

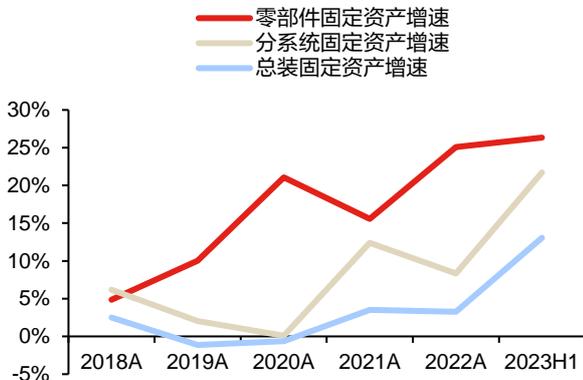
图 52：按产业链层级分应收账款（亿元）及占比（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

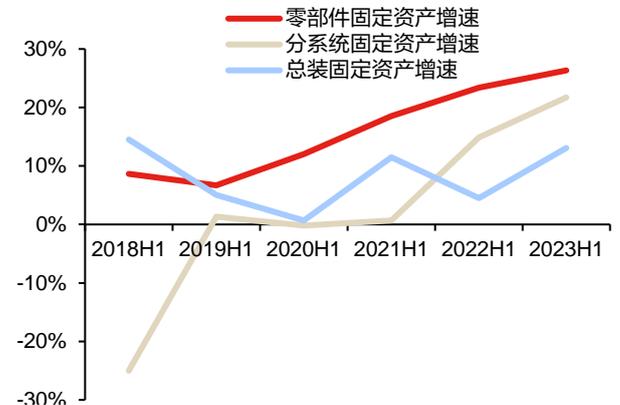
固定资产&在建工程：全产业链产能建设加速推进，分系统层级在建工程增速大幅回升，中上游扩产势头强劲。半年度来看，23H1 零部件、分系统和总装层级固定资产增速均同比提升，零部件层级增速提升 2.98pct 至 26.34%；分系统层级增速大幅提升 6.86pct 至 21.71%；总装层级增速显著提升 8.57pct 至 13.06%。零部件和分系统层级在建工程增速均提升，且处于较高水平，分系统层级增速抬升明显，由 22H1-5.32% 大幅增长 32.67pct 至 27.35%，表明中上游扩产势头强劲。总装层级固定资产增速大幅上升至 13.06%（+8.57pct），结合其 在建工程增速处于负增区间且同比略有下降，说明其新增产能由建设已逐步转向投产阶段。考虑到军工行业的强计划性，行业景气度有望持续。

图 53：按产业链层级分固定资产增速（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

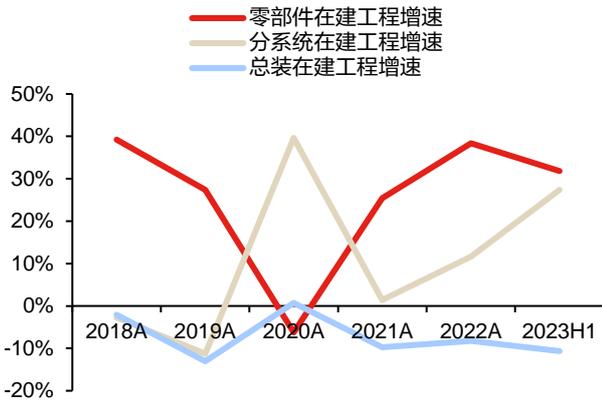
图 54：按产业链层级分固定资产增速（半年度）



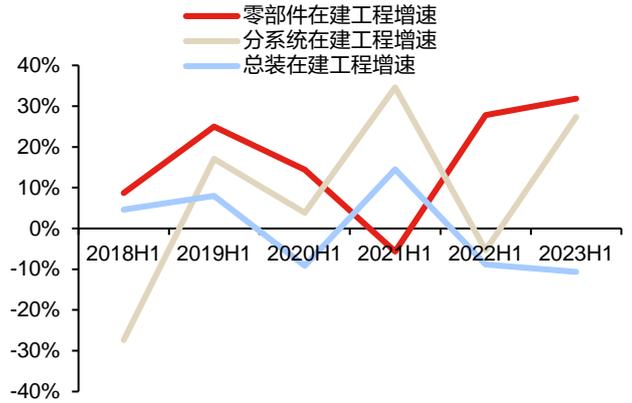
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 55：按产业链层级分在建工程增速（年度）

图 56：按产业链层级分在建工程增速（半年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

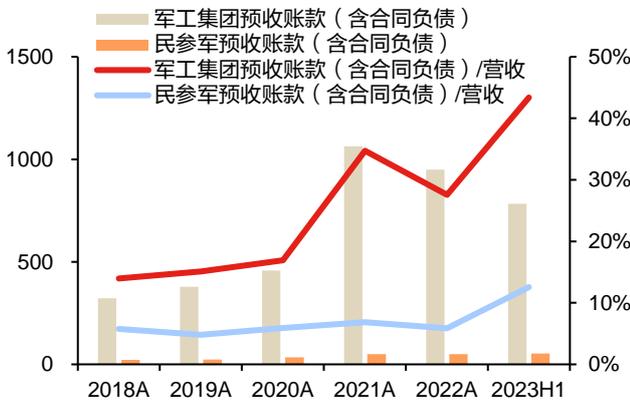


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 23H1 军工集团预收款（含合同负债）维持高位，全行业固定资产高增速

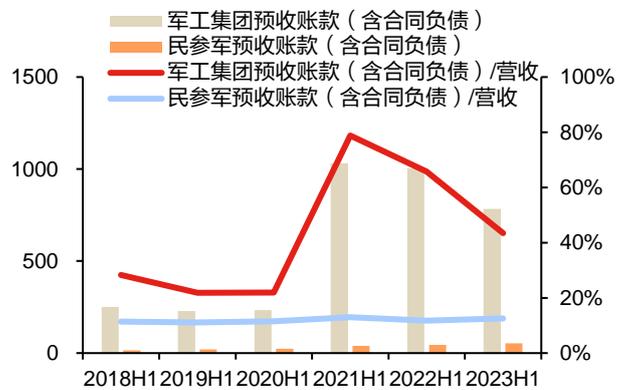
预收款（含合同负债）：23H1 军工集团预收款（含合同负债）有所回落，但仍维持历史高位。年度看，近两年军工集团企业预收款（含合同负债）持续下滑，但相比 21 年以前水平仍维持高位；民参军企业整体预收款（含合同负债）规模较小，持续稳定增长，其预收款相对来说更多反映其民品业务的订单状况。半年度看，军工集团企业 23H1 同比下降 22.03%，但仍处于较高位置，民参军企业预收款（含合同负债）则同比增长 16.15%。

图 57：按所有制分类预收账款(含合同负债)（亿元）及占比（年度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 58：按所有制分类预收账款(含合同负债)（亿元）及占比（半年度）

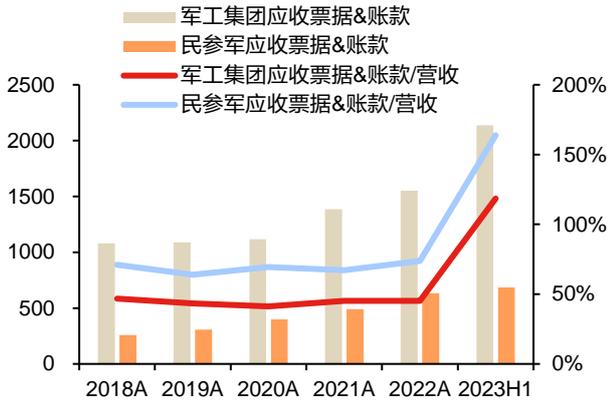


数据来源：Wind，东方证券研究所

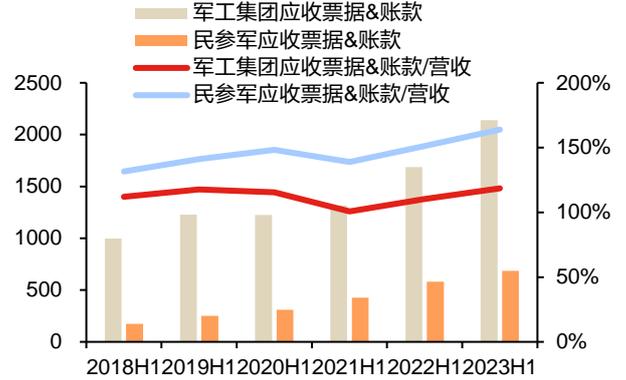
应收票据&账款：23H1 军工集团和民参军企业应收账款占比均有所提升。23H1 军工集团和民参军企业应收账款占比均呈增长趋势，其中民参军同比增长 12.77pct 至 163.87%，高出军工集团企业 45.37pct，较高的应收账款占比一定程度上占用了民营企业的现金流。

图 59：按所有制分类应收账款（亿元）及占比（年度）

图 60：按所有制分类应收账款（亿元）及占比（半年度）



数据来源: Wind, 东方证券研究所

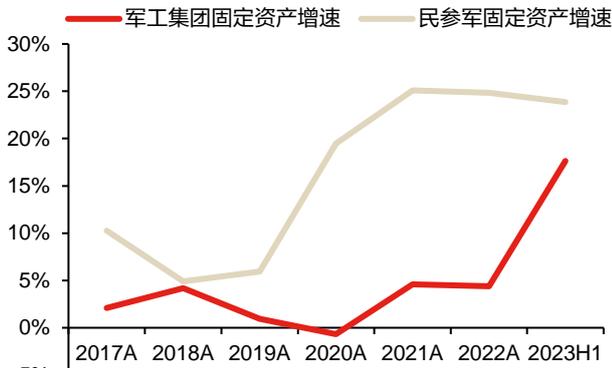


数据来源: Wind, 东方证券研究所

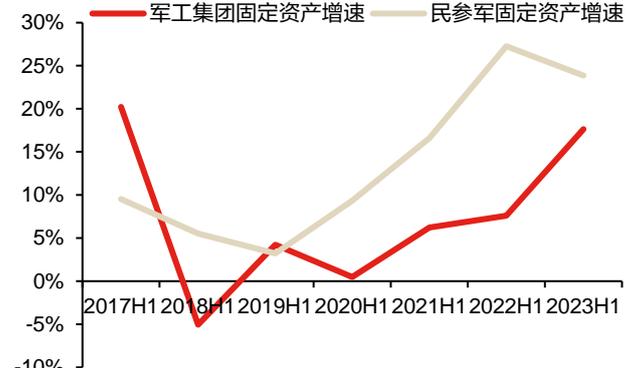
固定资产及在建工程: 23H1 军工集团固定资产和在建工程增速均快速增长, 民参军在建工程增速提升。半年度看, 自 20H1 起军工集团固定资产增速持续提升, 从 0.48% 增长至 23H1 的 17.63%, 23H1 民参军固定资产增速放缓, 达到 23.87%, 仍保持高位。23H1 军工集团在建工程增速由负转正, 提升至 9.59%, 民参军增速回升至 23.42%, 表明军工集团、民参军企业扩产节奏良好。

图 61: 按所有制分类固定资产增速 (年度)

图 62: 按所有制分类固定资产增速 (半年度)



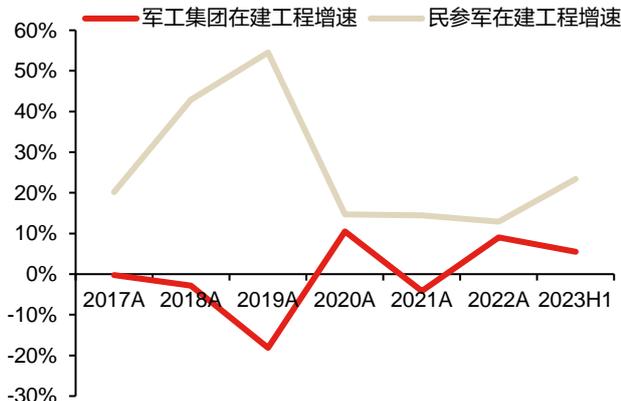
数据来源: Wind, 东方证券研究所



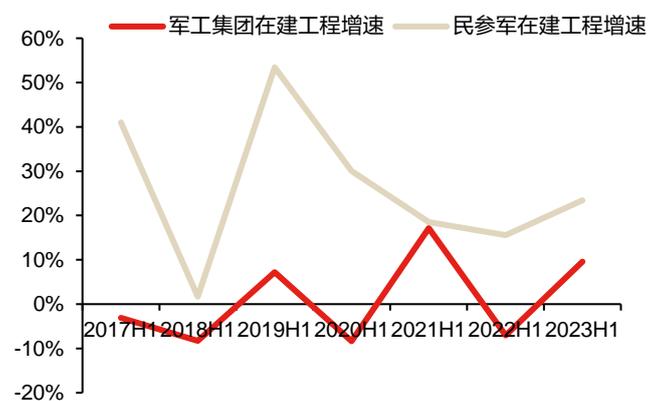
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 63: 按所有制分类在建工程增速 (年度)

图 64: 按所有制分类在建工程增速 (半年度)



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: Wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

总览军工行业核心标的的年报和半年报，可以发现：

- **下游总装企业：**23 年上半年总装毛利率稳中提升，费用结构持续优化，除研发投入占比持续提升，其余费用率皆有不同程度的改善，净利率有所提升。现金流层面，销售收现比自 21H1 达到高点后持续下降，23H1 已回落至 20H1 水平；23H1 总装现金流入、流出扩张，现金流净值为-402.42 亿元，主要由于中航西飞、中航沈飞、航发动力等核心主机厂的采购现金支出增加。订单层面，总装企业预收款（含合同负债）虽然有所回落，但依然保持在高位，固定资产增速上升至 13.06%（+8.57pct）。
- **中游分系统企业：**23 年上半年毛利率微降，研发支出占比快速提升导致期间费用率承压。销售收现比提升明显，由 22H1 的 65.56%抬升 7.48pct 至 23H1 的 73.04%，说明回款情况良好。23H1 存货同比增长 23.33%、存货营收占比增长 2.09pct，企业积极生产备货。23H1 分系统层级固定资产增速上升 6.86pct 至 21.71%；建工程增速由负转正大幅提升 32.67pct 至 27.35%，扩产势头强劲。
- **上游零部件/原材料企业：**23 年上半年毛利率有所下滑但仍处于高位，研发支出大幅提升拉动期间费用率增长。销售收现比平稳回升，说明上游回款情况良好；经营性现金流由往年净流出转为净流入，改善明显。固定资产 2.98pct 至 26.34%；在建工程增速提升 4.07pct 至 31.83%，表明上游企业积极扩产。

长期看好军工板块投资价值，建议关注以下细分板块标的：

核心装备及配套，建议关注：**整机、无人机产业链**，中航电测(300114，未评级)、中航沈飞(600760，未评级)、中航西飞(000768，未评级)、航发动力(600893，未评级)、中国船舶(600150，未评级)等；**信息化、智能化**，振华科技(000733，增持)、中航光电(002179，买入)、航天电器(002025，买入)、振华风光(688439，买入)、振芯科技(300101，未评级)等；**核心配套**，中航重机(600765，买入)、钢研高纳(300034，买入)、西部超导(688122，未评级)、西部材料(002149，未评级)、抚顺特钢(600399，买入)、图南股份(300855，未评级)、北摩高科(002985，买入)、派克新材(605123，未评级)、华秦科技(688281，增持)、光威复材(300699，买入)、长盈通(688143，未评级)、三角防务(300775，未评级)、菲利华(300395，买入)等。

国企改革，建议关注：**中航、航发系**，中直股份(600038，增持)、洪都航空(600316，未评级)、中航高科(600862，买入)、航发控制(000738，未评级)、中航机载(600372，增持)、航发科技(600391，未评级)等；**电科系**，天奥电子(002935，未评级)、东信和平(002017，未评级)、四创电子(600990，买入)、电科芯片(600877，未评级)、国睿科技(600562，未评级)等；**航天系**，航天电子(600879，未评级)、航天彩虹(002389，未评级)等

附录：128 个标的财务概况

表 1：128 个标的 22A&23H1 财务概况（亿元）

公司	22 营收	同比	22 归母 净利润	同比	23H1 营收	同比	23H1 归 母净利润	同比
中航光电	158.38	23.09%	27.17	36.47%	107.58	31.33%	19.53	29.47%
中航高科	44.46	16.77%	7.65	29.40%	24.12	4.93%	5.51	15.90%
宝钛股份	66.35	26.47%	5.57	-0.56%	37.09	9.81%	3.81	6.35%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

抚顺特钢	25.11	-3.69%	9.34	23.19%	42.21	10.62%	1.57	-14.27%
光威复材	17.19	40.52%	4.89	32.05%	12.24	-6.91%	4.13	-18.25%
菲利华	4.13	-13.23%	-0.46	-539.45%	10.23	19.58%	2.87	14.65%
海特高新	7.97	93.58%	5.96	195.88%	5.02	9.13%	0.29	6.45%
安达维尔	42.27	44.41%	10.80	45.65%	2.31	23.92%	-0.04	-293.42%
航新科技	29.41	22.83%	1.85	38.97%	9.03	57.72%	0.03	-60.01%
*ST 炼石	10.32	47.93%	2.55	40.51%	7.05	17.78%	-1.62	11.95%
中简科技	60.20	16.96%	5.55	13.59%	3.16	0.18%	2.09	13.28%
西部超导	3.43	23.11%	0.73	-34.68%	21.12	1.34%	4.21	-23.77%
西部材料	7.81	15.76%	0.29	-35.05%	15.73	7.20%	1.03	10.98%
图南股份	4.79	0.65%	0.26	-80.67%	6.90	49.49%	1.79	52.40%
航天电器	25.13	-24.12%	0.71	13.75%	36.20	17.95%	4.28	40.93%
天箭科技	3.41	16.17%	0.66	6.84%	0.93	-61.85%	0.36	-26.67%
福光股份	72.67	28.48%	23.82	59.79%	3.03	-3.59%	-0.04	-132.67%
盟升电子	12.11	16.10%	1.12	-4.98%	2.34	81.61%	0.31	208.91%
光电股份	71.20	33.28%	26.32	34.71%	10.35	-8.96%	0.32	-7.89%
新余国科	35.59	-24.83%	8.01	-16.15%	1.73	6.66%	0.40	28.80%
振华科技	21.58	7.89%	8.52	4.37%	43.12	12.41%	15.30	20.21%
天奥电子	25.02	4.12%	8.05	-2.68%	4.17	6.82%	0.18	-48.68%
紫光国微	6.27	14.67%	0.82	75.31%	37.35	28.56%	13.92	16.22%
火炬电子	7.86	-15.37%	-0.73	-135.66%	15.78	-19.51%	2.54	-48.90%
宏达电子	11.54	5.56%	2.89	-1.29%	8.30	-24.77%	2.82	-37.25%
鸿远电子	5.02	-10.16%	-1.51	-109.75%	9.80	-29.59%	2.23	-54.12%
航宇微	17.14	15.96%	2.83	3.29%	2.25	-16.11%	0.51	206.38%
全信股份	38.01	8.47%	0.47	118.96%	5.76	1.87%	0.97	-7.90%
奥普光电	19.05	-1.95%	1.93	-37.18%	3.55	42.14%	0.53	45.18%
赛微电子	111.86	13.69%	8.72	9.17%	3.97	5.16%	-0.27	-430.66%
景嘉微	49.42	18.88%	6.88	41.18%	3.45	-36.55%	-0.08	-106.14%
天和防务	105.70	20.25%	12.02	34.93%	1.95	-18.86%	-0.48	-177.76%
新雷能	11.15	16.96%	2.44	5.55%	8.87	0.16%	1.90	2.85%
航发科技	2.33	3.97%	0.36	33.52%	18.50	16.04%	0.12	215.38%
中航电测	5.61	-8.60%	2.13	-16.62%	8.73	-7.31%	1.01	-19.28%
中航机载	1.84	-3.76%	0.33	-51.20%	139.81	169.52%	10.24	97.01%
航发控制	10.20	6.36%	2.20	9.90%	27.34	7.32%	4.50	10.33%
中航重机	18.76	60.06%	6.25	51.51%	55.04	8.41%	7.77	38.75%
江航装备	3.63	15.95%	0.20	-17.34%	6.34	8.16%	1.34	-9.18%
新研股份	28.79	43.77%	3.37	10.48%	3.37	-39.53%	-0.87	-22.59%
晨曦航空	9.98	-11.88%	3.14	-25.66%	0.75	-9.53%	-0.23	-546.39%
爱乐达	6.64	179.55%	1.50	290.55%	2.45	-32.92%	0.96	-32.31%
恒宇信通	27.82	60.50%	4.86	59.59%	0.83	27.04%	-0.02	-14.52%
利君股份	9.18	66.32%	0.79	249.14%	6.32	50.29%	1.86	81.87%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

三角防务	34.56	-16.59%	0.35	-94.62%	12.74	39.72%	4.21	39.77%
航亚科技	174.76	9.30%	6.11	11.17%	2.56	58.00%	0.34	352.32%
钢研高纳	27.33	3.76%	9.21	60.88%	14.65	28.36%	1.54	23.68%
北摩高科	1.50	4.22%	-0.25	-1451.47%	6.23	-3.06%	2.49	18.22%
广联航空	67.14	-10.65%	8.19	68.76%	3.24	27.73%	0.53	20.09%
派克新材	38.39	-3.82%	1.85	38.57%	19.81	57.53%	2.98	30.04%
铂力特	17.14	1.07%	0.80	-41.40%	4.39	58.53%	0.18	145.45%
航天发展	1.48	-38.63%	0.27	-66.66%	11.52	-38.21%	-3.35	-295.52%
航天电子	2.40	21.06%	-0.17	-156.22%	96.40	10.49%	3.88	8.41%
中国卫通	42.92	-11.95%	5.85	-31.09%	12.25	-2.27%	2.66	-6.11%
新光光电	32.25	-6.04%	5.49	4.43%	0.62	5.89%	-0.15	-368.53%
大立科技	27.21	-13.44%	0.66	-64.09%	1.25	-49.85%	-1.06	-4027.64%
中兵红箭	34.38	16.35%	3.07	21.99%	19.14	-40.25%	1.05	-84.99%
北方导航	70.76	7.98%	2.13	50.73%	17.22	4.57%	1.47	25.43%
长城军工	40.40	16.99%	7.75	11.09%	6.33	-14.73%	0.02	-19.75%
天秦装备	4.01	-45.07%	0.86	-63.59%	0.44	-35.23%	0.08	-55.33%
捷强装备	11.82	49.01%	3.00	98.13%	1.17	353.18%	-0.04	78.51%
中国海防	16.00	6.50%	0.98	-11.79%	13.55	-8.32%	0.90	-37.26%
国瑞科技	2.18	7.81%	0.13	10.72%	0.82	-1.24%	-0.17	32.42%
国睿科技	24.57	67.32%	2.64	32.06%	15.58	5.56%	3.35	14.10%
四创电子	1.44	-8.39%	-0.79	-73.43%	7.39	-14.98%	-0.41	7.59%
电科网安	5.41	20.35%	0.75	-32.40%	11.44	-12.74%	0.15	55.94%
普天科技	3.36	2.02%	0.50	-17.25%	26.04	-1.25%	0.65	-7.72%
七一二	2.33	-62.20%	-1.97	-210.20%	13.80	0.65%	2.08	1.32%
泰豪科技	415.98	19.93%	23.05	34.55%	20.71	11.72%	1.51	-40.29%
银河电子	370.97	8.78%	12.68	6.75%	5.69	7.31%	1.03	20.47%
上海瀚讯	382.98	10.47%	3.33	-47.60%	1.47	-19.67%	-0.15	-163.13%
振芯科技	143.49	3.85%	8.23	10.27%	4.35	-12.96%	1.10	-32.66%
烽火电子	194.73	-10.63%	3.87	-57.61%	5.40	-7.90%	0.04	-29.68%
雷科防务	376.60	15.17%	5.23	-19.84%	5.94	-10.00%	1.35	1149.57%
高德红外	82.42	15.26%	2.86	21.89%	10.57	-14.17%	2.07	-44.99%
睿创微纳	12.36	21.74%	1.44	17.93%	17.84	64.16%	2.58	129.03%
中科海讯	38.58	32.40%	3.07	34.76%	0.82	-12.52%	-0.36	-1378.26%
航天宏图	2.87	14.77%	-0.26	-14.24%	10.24	31.03%	0.11	27.38%
兴图新科	72.51	0.50%	1.41	-6.96%	0.58	33.20%	-0.22	-13.82%
智明达	9.92	-24.40%	-1.27	-187.65%	3.06	12.89%	0.40	-18.92%
霍莱沃	14.54	51.49%	1.83	31.99%	1.34	21.81%	0.11	27.78%
科思科技	6.72	31.37%	3.33	42.99%	0.97	-16.88%	-1.19	-117.36%
北斗星通	8.60	17.04%	2.77	37.58%	20.49	35.54%	0.41	-54.42%
中船防务	21.98	7.73%	4.02	73.75%	59.82	40.06%	0.13	-33.01%
中航沈飞	7.94	20.97%	1.02	6.74%	231.50	16.85%	14.93	33.46%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

航发动力	9.11	54.38%	1.66	0.66%	177.75	20.05%	7.25	11.32%
中国动力	2.70	-14.93%	0.62	-33.32%	213.16	56.21%	2.87	22.50%
内蒙一机	3.70	21.20%	0.35	-49.73%	61.05	-14.11%	4.34	1.21%
中直股份	2.05	-35.67%	0.56	-23.63%	105.58	56.38%	1.26	647.38%
中航西飞	2.91	26.61%	0.87	20.62%	195.56	2.28%	5.65	17.07%
中国卫星	2.78	31.69%	1.33	-17.02%	24.06	-25.86%	1.39	-38.72%
中天火箭	27.73	12.01%	3.70	25.14%	4.57	-19.84%	0.33	-61.75%
航天彩虹	7.79	55.05%	3.03	71.27%	11.37	-22.44%	1.14	57.43%
纵横股份	3.04	23.87%	0.65	-3.55%	1.46	23.29%	-0.06	-413.79%
洪都航空	34.61	37.93%	5.21	41.40%	17.16	-15.04%	0.07	-48.81%
上海沪工	9.52	31.11%	0.94	34.52%	4.13	0.07%	0.30	21.20%
航宇科技	1.40	-1.13%	0.59	-16.46%	11.83	89.73%	1.16	23.69%
华泰科技	2.43	27.28%	1.08	8.98%	3.82	41.25%	1.84	48.05%
雷电微力	8.33	21.39%	1.34	13.24%	4.91	10.94%	1.95	0.67%
应流股份	2.43	9.35%	0.97	0.38%	11.84	7.62%	1.62	10.21%
万泽股份	3.70	20.04%	0.41	-48.13%	4.76	26.94%	0.87	16.87%
国光电气	2.80	-33.70%	0.45	-25.08%	4.37	-16.10%	0.48	-56.92%
佳缘科技	3.14	19.79%	0.81	5.45%	1.29	-12.90%	0.28	-35.58%
立航科技	2.76	21.74%	0.81	15.92%	0.97	0.58%	0.01	-89.77%
理工导航	2.68	39.11%	0.54	6.78%	0.09	-93.63%	0.14	-59.40%
观典防务	2.50	-12.95%	0.80	-26.32%	1.67	7.66%	0.62	0.31%
铖昌科技	78.15	5.40%	1.97	-74.92%	1.65	44.44%	0.65	16.19%
中无人机	9.10	7.44%	0.13	-98.26%	11.94	-28.15%	2.14	-9.46%
振华风光	13.97	20.41%	0.27	5.88%	6.47	61.61%	2.57	54.33%
西测测试	12.36	25.32%	-8.02	-44.61%	1.15	-2.92%	-0.06	-127.55%
国博电子	4.25	-38.87%	-5.72	-1442.03%	19.21	10.67%	3.09	17.75%
隆达股份	10.92	16.13%	1.89	15.79%	5.92	22.86%	0.58	12.24%
超卓航科	21.44	57.28%	0.77	129.68%	1.15	55.64%	0.27	-24.47%
臻镭科技	4.01	-50.24%	-1.51	-188.10%	1.11	6.08%	0.34	-33.47%
华如科技	2.74	24.66%	0.00	99.83%	1.89	23.51%	-0.31	17.35%
思科瑞	61.91	2.11%	0.77	-16.25%	1.10	-15.05%	0.39	-31.18%
邦彦技术	13.11	-8.01%	1.96	1263.97%	1.21	-6.56%	0.16	419.81%
晶品特装	13.64	-15.93%	-9.35	-288.42%	0.61	34.57%	0.01	108.91%
长盈通	25.29	-27.75%	5.02	-54.82%	1.04	-28.38%	0.15	-63.87%
高华科技	26.46	48.62%	3.13	-32.05%	1.44	9.46%	0.40	4.50%
索辰科技	38.16	-0.90%	1.45	-28.31%	0.21	35.36%	-0.32	11.91%
北方长龙	127.95	9.63%	6.88	767.13%	0.57	-60.32%	0.15	-72.90%
航天环宇	4.01	31.22%	1.23	47.19%	1.08	42.77%	0.18	43.46%
国科军工	8.37	24.50%	1.11	46.55%	4.00	14.14%	0.43	3.74%
航天南湖	9.53	19.56%	1.57	20.14%	3.61	100.64%	0.30	277.55%
航材股份	23.35	19.95%	4.42	17.91%	13.18	18.86%	2.96	30.33%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

司南导航	3.36	16.47%	0.36	24.11%	1.17	-2.29%	0.08	-24.94%
华丰科技	9.84	18.36%	0.99	30.78%	4.15	-14.35%	0.38	-25.15%

备注：加粗为剔除标的。

数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。