

军工行业25年三季报业绩综述： 景气持续恢复，关注军贸和新质战斗力方向

分析师：杨 晨 执业编号：S1130522060001
分析师：任旭欢 执业编号：S1130524070004
联系人：冯茗馨 执业编号：S1130125070081

2025/11/1

- 我们以申万国防军工一级行业成分股为基础，筛选出179个相关标的公司作为样本，并综合考虑公司产品特征与收入结构，将其中158个作为军工行业重点标的，用于分析行业整体、分领域、分产业链环节业绩。
- 25Q3业绩增速转正，行业景气持续恢复：**25Q1-Q3军工行业实现营收4181亿元（同比+4.7%），归母净利润225亿元（同比-15.9%），利润增速低于收入增速，主要系部分军品价格调整、计提减值准备所致；25Q3军工行业收入1556亿元（同比+24.6%），归母净利润74亿元（同比+22.3%），下游需求改善，产品交付增加，收入端和利润端均实现同比大幅增长。分领域分析：航空/航天/信息化/兵器/舰船25Q3归母分别同比-5.8%/+22.0%/+254.5%/+62.2%/+60.3%，各领域均呈现边际改善。分产业链环节分析：25Q3上中下游营收分别同比+10.1%/+12.3%/+45.7%；归母分别同比-5.9%/+46.0%/+55.4%，中下游归母高增，上游降幅收窄。
- 代表性赛道分析：**军工电子盈利能力企稳，导弹及低成本弹改善最为明显。我们选取了航空主机厂、航发、军工电子、导弹、低成本弹、弹药、商业航天、军贸、无人装备等核心赛道进行分析，发现军工电子盈利能力企稳，导弹及低成本弹改善最为明显。25Q3军工电子营收153亿元（同比+16.4%），归母19亿元（同比+15.20%）；毛利率同比-0.9pct，净利率同比-0.1pct。导弹产业链25Q3营收244亿元（同比+16.2%），归母5亿元（同比+128.2%），同比高增；低成本弹营收+53.5%，归母+4268.8%，行业交付恢复、景气度上行，低基数下业绩端爆发式增长。
- 投资建议：**2025年是十四五收官和十五五布局的关键期，行业景气反转和全球军备竞赛等多重因素驱动，我国军工资产有望价值重估。建议关注军贸、新质战斗力、弹药产业链、商业航天等投资主线及核心标的。
- 风险提示：**批产订单下放不及预期，产能释放进度不及预期。

目录

01

军工行业整体：25Q3业绩增速转正，备货备产景气持续

02

分赛道：兵器、舰船、电子信息化延续高增，航空、航天边际改善

03

产业链：各环节业绩表现改善，合同负债增加开启新一轮景气周期

04

代表性赛道表现

05

投资建议

01 军工行业整体：25Q3业绩增速转正，备货备产景气持续

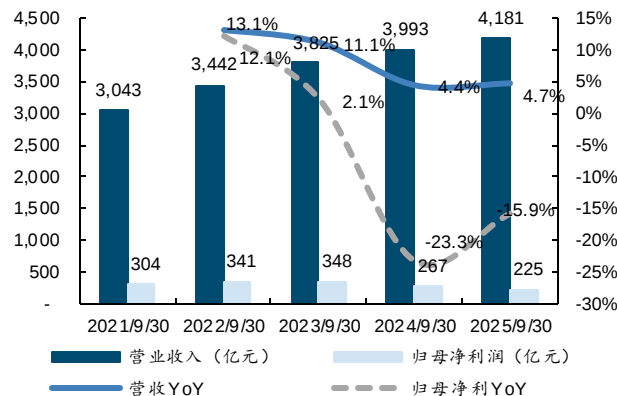
25Q3行业景气度持续恢复，业绩增速同比转正

- 25Q1-Q3军工行业实现营收4181亿元（同比+4.7%），归母净利润225亿元（同比-15.9%），利润增速低于收入增速，主要系部分军品价格调整、计提减值准备所致。25Q1-Q3军工行业毛利率20.0%（同比-0.9pct），净利率5.4%（同比-1.3pct），期间费用率13.2%（同比-0.1pct）。
- 25Q3收入1556亿元（同比+24.6%），归母净利润74亿元（同比+22.3%），下游需求改善，产品交付增加，收入端和利润端均实现同比大幅增长。25Q3由于军品价格调整、部分公司产品结构调整，毛利率18.7%（同比-2.0pct）；由于规模效应摊薄费用率，期间费用率12.8%（同比-2.3pct）；费用管控良好，净利率4.8%（同比-0.1pct）。

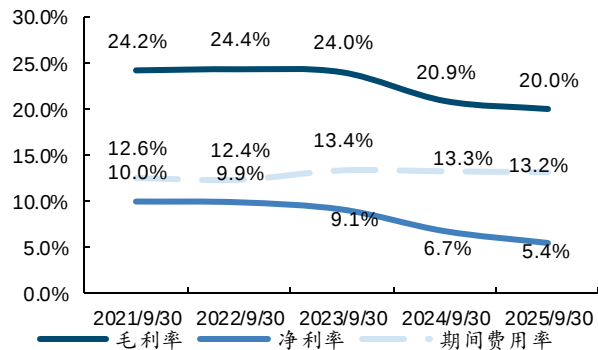
表：军工行业25Q1-Q3和25Q3基本面表现

	30/09/2025	同比	25Q3	同比	环比
营收	4,181	4.7%	1,556	24.6%	-1.6%
归母净利润	225	-15.9%	74	22.3%	-24.9%
毛利率	20.0%	-0.9pct	18.7%	-2.0pct	-1.7pct
净利率	5.4%	-1.3pct	4.8%	-0.1pct	-1.5pct
期间费用率	13.2%	-0.1pct	12.8%	-2.3pct	0.8pct

图：军工行业25Q1-Q3营收及归母净利润（亿元）



图：军工行业25Q1-Q3利润率及期间费用率



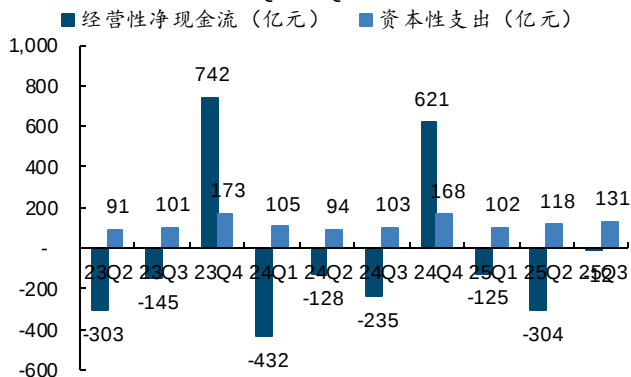
行业积极备货备产，回款有所改善

- 25Q3末合同负债较年初增加，全行业积极备货备产。25Q1-Q3末军工行业整体合同负债606亿元，较年初+8.9%，较25Q2末-11.0%，部分新签订单逐步结转为收入；行业存货3019亿元，较年初+13.0%，较25Q2末+2.8%，全行业积极备货备产；行业固定资产2213亿元，较年初+2.0%；行业在建工程422亿，较年初+13.7%，产能建设稳步推进。
- 25Q1-Q3军工行业整体资本性支出350亿元，同比+16.0%；行业经营性净现金流-420亿元，去年同期为-894亿元，回款情况有所改善。

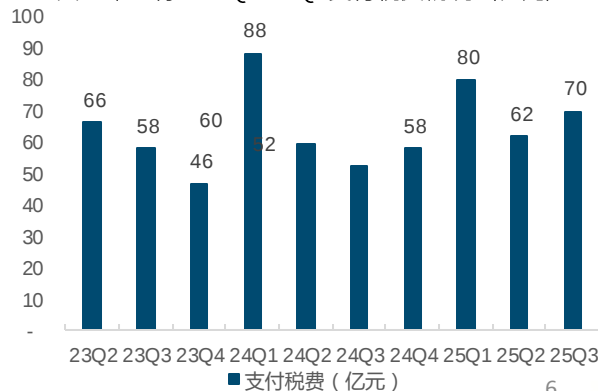
表：军工行业25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	30/09/2025	30/06/2025	较上一季度末增长	31/12/2024	较年初增长
合同负债	606	681	-11.0%	557	8.9%
预付款项	823	743	10.7%	568	44.8%
存货	3,019	2,936	2.8%	2,672	13.0%
在建工程	422	384	10.0%	352	20.1%
固定资产	2,213	2,221	-0.4%	2,170	2.0%
应收款项	4,073	3,829	6.4%	3,582	13.7%
	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
资本性支出	350	16.0%	131	27.6%	11.5%
	25Q1-Q3	去年同期	25Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-420	-894	-12	-235	-304

图：军工行业23Q2-25Q3现金流情况（亿元）



图：军工行业23Q2-25Q2支付税费情况（亿元）



02 分赛道：兵器、舰船、电子信息化 延续高增，航空、航天边际改善

25Q3各领域改善，兵器、舰船、电子信息化业绩延续高增

表：军工各领域25Q1-Q3与25Q3基本表现

- 25Q3各领域业绩和盈利能力均呈现改善。其中，兵器、舰船、电子信息化业绩延续高增，净利率持续改善；航天单季度增速转正；航空单季度下滑幅度收窄。

- 航空：25Q3销售产品增加，营收同比+28.1%；受行业周期调整、货款回收后滞影响，归母净利润同比-5.8%。

- 航天：25Q3产品交付增加，营收同比+21.0%，归母同比+22.0%，单季度归母增速高于营收增速，盈利能力修复。

- 电子信息化：25Q3营收同比+23.2%，归母同比+254.5%，主要系产品销售收入增长及销售结构变动；25Q3毛利率同比+1.4pct，得益于运营管控和降本增效工作，净利率同比+5.2pct。

- 兵器：25Q3营收同比+9.4%，收入规模扩大，部分公司实现减亏，归母同比+62.2%；25Q3毛利率同比+0.8pct，净利率同比+0.7pct。

- 舰船：25Q3营收同比-7.5%，归母同比+60.3%。25Q3毛利率同比-1.2pct，净利率同比+1.2pct。

	25Q1-Q3				25Q3	
	营业收入	同比	归母净利润	同比	营收同比	归母净利润同比
电子信息化	714	12.2%	50.6	36.1%	23.2%	254.5%
航空	2,521	0.6%	151.9	-24.8%	28.1%	-5.8%
航天	665	10.7%	13.9	-32.7%	21.0%	22.0%
兵器	212	15.5%	5.5	10.5%	9.4%	62.2%
舰船	69	2.1%	2.7	19.0%	-7.5%	60.3%

表：军工各领域25Q1-Q3及25Q3毛利率、净利率及期间费用率

	25Q1-Q3						25Q3		
	毛利率	同比	净利率	同比	期间费用率	同比	毛利率同比	净利率同比	期间费用率同比
电子信息化	41.4%	+0.4pct	7.1%	+1.2pct	32.4%	-1.6pct	+1.4pct	+5.2pct	-4.1pct
航空	16.6%	-1.2pct	6.0%	-2.0pct	8.9%	+0.3pct	-3.3pct	-1.7pct	-1.8pct
航天	10.1%	-2.3pct	2.1%	-1.3pct	7.8%	-1.5pct	-1.2pct	+0.02pct	-2.0pct
兵器	18.1%	-0.5pct	2.6%	-0.1pct	15.6%	-1.5pct	+0.8pct	+0.7pct	-1.2pct
舰船	22.3%	-2.3pct	3.9%	+0.6pct	18.1%	-1.4pct	-1.2pct	+1.2pct	-0.5pct

多领域存货增加积极备货备产，电子化率先实现单季度现金流转正

- 从订单和存货情况看，25Q3末各领域合同负债分别较年初+16.0%、+5.9%、+7.3%、+30.1%、+7.8%，订单饱满，其中兵器领域，中兵红箭预收产品货款增加，较年初+209%。25Q3末存货分别较年初+14.1%、+12.9%、+8.0%、+26.0%、+12.3%，保障后续交付。各领域应收款项较年初+7.8%、+13.7%、+40.8%、+15.2%、+3.7%，其中航天领域受回款周期波动影响较为明显，应收账款较年初大幅增加。

表：军工各领域25Q3资产负债（亿元）

2025/9/30	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
电子化	85.1	16.0%	89.0	32.5%	509.6	14.1%	122.9	37.9%	451.4	-0.5%	960.9	7.8%
航空	419.6	5.9%	577.8	60.7%	1,971.6	12.9%	238.6	15.5%	1,331.8	3.3%	2,503.5	13.7%
航天	53.7	7.3%	84.3	-3.9%	358.0	8.0%	35.3	0.1%	255.3	2.4%	315.0	40.8%
兵器	40.0	30.1%	49.2	43.8%	121.8	26.0%	18.7	20.7%	138.9	-1.2%	184.1	15.2%
舰船	7.8	18.8%	22.5	14.0%	57.7	12.3%	6.8	30.1%	36.1	-3.9%	109.1	3.7%

- 从产能建设情况看，25Q1-Q3电子化、航天、兵器领域资本性支出分别同比49.5%、29.5%、12.9%，整体仍处于扩产节奏；航空资本性支出同比-2.9%，扩产进入尾声，或将步入收获期。
- 从现金流情况看，各领域25Q3均同比改善。其中，电子化领域率先实现单季度现金流转正。军品回款多集中于年末，后续有望带动各领域经营性净现金流持续改善。

表：军工各领域25Q1-Q3及25Q3现金流情况（亿）

	资本性支出				经营性净现金流			
	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3
电子化	141.9	49.5%	59.6	94.3%	-6.8	-21.6	0.3	-3.9
航空	166.8	-2.9%	57.8	-6.0%	-328.5	-719.7	-6.0	-196.3
航天	24.8	29.5%	7.9	36.5%	-47.0	-65.9	-4.1	-5.3
兵器	13.7	12.9%	4.6	20.4%	-34.8	-79.4	-1.3	-25.8
舰船	3.1	-20.8%	1.1	20.4%	-2.7	-7.3	-1.0	-3.6

03 产业链：各环节业绩表现改善，合同 负债增加开启新一轮景气周期

25Q3中下游盈利能力提升归母高增，上游降幅收窄

- 业绩表现上，25Q3中下游归母同比高增，上游增速降幅收窄。1) 收入端，25Q1-Q3上中下游营收同比+10.0%、+7.8%、-0.9%；25Q3下游营收增速转正且增幅最高，同比+45.7%，上中游分别同比+10.1%、+12.3%。2) 利润端，25Q1-Q3各环节归母均出现不同程度下滑，分别-13.3%、-3.4%、-30.2%；25Q3上游降幅收窄，中下游同比转正，分别-5.9%、+46.0%、+55.4%。
- 盈利能力上，25Q3中下游通过费用管控，实现净利率同比提升。1) 上游：25Q3毛利率同比-0.01pct，降幅收窄，净利率同比-1.2pct，期间费用率同比+0.9pct；2) 中游：25Q3毛利率同比-0.6pct，由于费用管控良好，期间费用率同比-1.8pct，净利率实现同比提升，同比+1.3pct；3) 下游：25Q3毛利率同比-1.8pct，期间费用率同比-2.9pct，净利率同比+0.2pct。

表：军工行业各环节25Q1-Q3营收及归母净利润

25Q1-Q3	营收	营收同比	归母净利润	归母净利润同比
上游	1,223	10.0%	95.1	-13.3%
中游	1,271	7.8%	70.7	-3.4%
下游	1,687	-0.9%	58.7	-30.2%
25Q3	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
上游	10.1%	-5.8%	-5.9%	-33.8%
中游	12.3%	-11.3%	46.0%	-22.1%
下游	45.7%	8.3%	55.4%	-13.0%

表：军工各环节25Q1-Q3及25Q3毛利率、净利率与期间费用率

25Q1-Q3	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
上游	23.1%	-1.7pct	7.8%	-2.1pct	13.7%	0.1pct
中游	30.3%	-0.8pct	5.6%	-0.6pct	22.6%	-0.8pct
下游	9.9%	-1.3pct	3.5%	-1.5pct	5.8%	-0.3pct
25Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
上游	-0.01pct	-1.7pct	-1.2pct	-2.9pct	0.9pct	1.3pct
中游	-0.6pct	-0.3pct	1.3pct	-0.8pct	-1.8pct	3.3pct
下游	-1.8pct	-0.9pct	0.2pct	-0.8pct	-2.9pct	0.1pct

各环节合同负债增加，开启新一轮景气周期

- 25Q3末，上中下游各环节合同负债分别较年初+18.5%/+8.1%/+8.5%，预付款项分别较年初+52.8%/+22.0%/+50.3%，上游环节合同负债和预付款项较年初高增，或率先进入新一轮景气周期。25Q3末，上中下游各环节存货分别较年初+9.2%/+15.4%/+12.8%，中游环节受下游交付节奏影响，景气传导晚于上游。

表：军工行业各环节25Q3资产负债（亿元）

2025/9/30	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
上游	28.6	18.5%	37.0	52.8%	509.5	9.2%	156.6	20.3%	578.8	5.1%	956.5	17.2%
中游	134.5	8.1%	139.1	22.0%	919.7	15.4%	146.5	17.0%	851.6	0.9%	1,654.9	7.9%
下游	443.1	8.5%	646.7	50.3%	1,589.6	12.8%	119.2	23.8%	783.1	1.1%	1,461.3	18.6%

- 上游持续加大资本开支，25Q1-Q3资本开支同比+62.1%，25Q3资本开支同比+103.9%。
- 中下游环节回款显著改善。25Q1-Q3中游经营性净现金流-21.2亿元，去年同期为-156.8亿元；下游经营性净现金流-402.1亿元，去年同期-662.8亿元。25Q3中下游经营性净现金流转正，分别为9.8/6.5亿元。

表：军工行业各环节25Q1-Q3及25Q3现金流情况（亿元）

	资本性支出					经营性净现金流				
	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q2
上游	154.0	62.1%	65.4	103.9%	42.8%	-17.4	25.2	-28.5	0.2	52.1
中游	126.0	-7.0%	40.9	-1.8%	-5.7%	-21.2	-156.8	9.8	-40.3	9.8
下游	70.3	-1.7%	24.6	-14.8%	-13.0%	-402.1	-662.8	6.5	-194.8	-365.4

04 代表性赛道表现

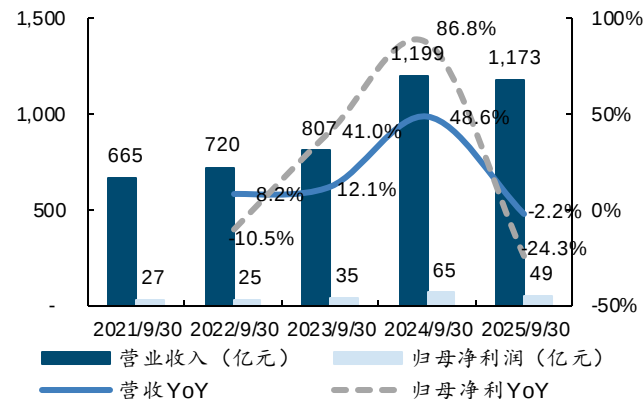
航空主机厂：25Q3交付提速，净利率同比提升

- 业绩表现上，前三季度交付滞后阶段性承压，25Q3交付提速。1) 25Q1-Q3，主机厂整体营收1173亿元（同比-2.2%），归母净利润49亿元（同比-24.3%），受交付影响，产品结构变化，业绩阶段性承压。2) 25Q3，主机厂交付提速，实现营收508亿元（同比+47.3%），实现归母净利润19亿元（同比+84.1%），其中，中航成飞25Q3实现归母净利润12.6亿元，同比+169.53%。
- 盈利能力上，规模效益摊薄费用率，25Q3实现净利率提升。1) 25Q1-Q3主机厂毛利率8.2%（同比-1.0pct），期间费用率3.4%（同比+0.3pct），净利率4.2%（-1.2pct）。2) 25Q3毛利率7.6%（同比-0.3pct），净利率3.7%（同比+0.7pct），期间费用率3.1%（同比-1.8pct）。

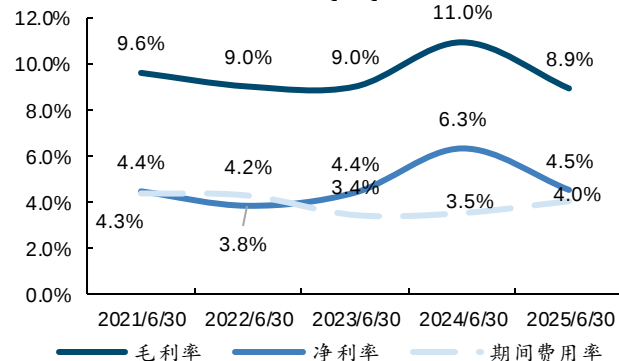
表：航空主机厂25Q1-Q3及25Q3业绩基本面表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
营收（亿元）	1,173	-2.2%	508	47.3%	10.3%
归母净利润（亿元）	49	-24.3%	19	84.1%	-3.7%
毛利率	8.2%	-1.0pct	7.6%	-0.3pct	-0.4pct
净利率	4.2%	-1.2pct	3.7%	0.7pct	-0.5pct
期间费用率	3.4%	-0.3pct	3.1%	-1.8pct	0.2pct

图：航空主机厂各年Q1-Q3营收及归母净利润（亿元）



图：航空主机厂各年Q1-Q3主要盈利指标情况



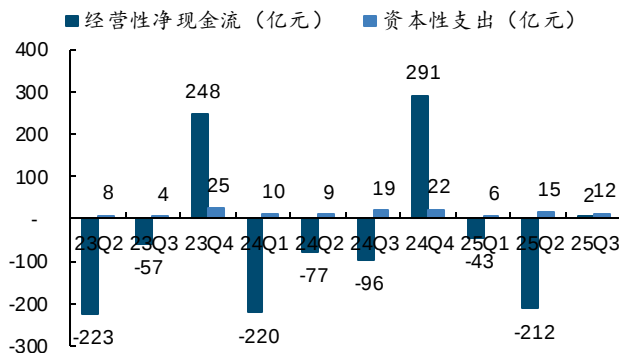
航空主机厂：合同负债维持高位，25Q4业绩增长有望提速

- 25Q3末合同负债维持高位，25Q4业绩增长有望提速。25Q3末主机厂合同负债288亿元，较年初-3.6%，其中中航成飞、中航沈飞合同负债较年初增加，中航西飞、中直股份、洪都航空合同负债均较年初减少；25Q3末航空主机厂合同负债仍维持高位，待交付后逐步结转收入；主机厂预付款项515亿元，较年初+78.6%；存货789亿元，较年初+1.9%，交付逐渐恢复。
- 交付恢复，预付款增加，现金流同比改善。25Q1-Q3经营性现金流经营性净现金流-253亿元，去年同期为-494亿元。主机厂以现金形式支付货款，改善中上游现金质量，同时也给出中上游备货备产信号，静候新订单下放。

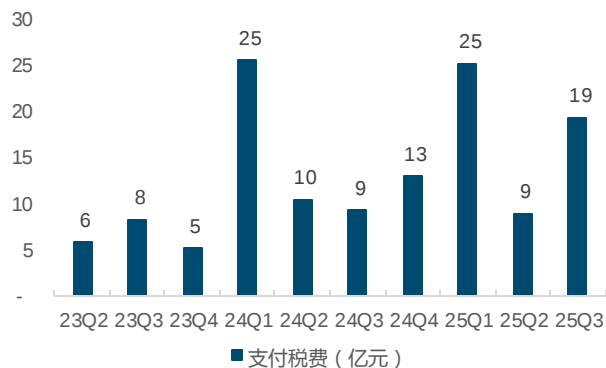
表：航空主机厂25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	30/09/2025	30/06/2025	较上一季度末增长	31/12/2024	较年初增长
合同负债	288	405	-28.8%	299	-3.6%
预付款项	515	437	17.8%	288	78.6%
存货	789	810	-2.6%	775	1.9%
在建工程	62	54	14.7%	40	53.1%
固定资产	319	323	-1.2%	312	2.3%
应收款项	770	735	4.7%	653	17.9%
	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
资本性支出	33	-13.2%	12	-35.3%	-20.4%
	25Q1-Q3	去年同期	25Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-253	-494	2	-96	-212

图：航空主机厂23Q2-25Q3单季度经营性净现金流与资本支出



图：航空主机厂23Q2-25Q3单季度支付税费 (亿元)



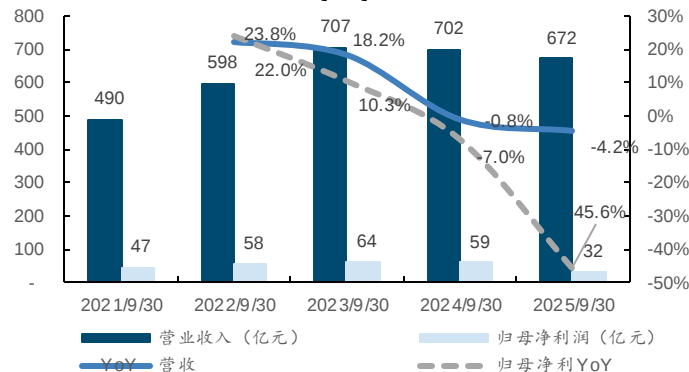
航发产业链：25Q3业绩阶段性承压，增收不增利

- 行业周期调整，25Q3归母进一步下滑，收入端已有改善。25Q3航发产业链营收234亿元（同比+9.6%），归母净利润7亿元（同比-58.1%）。如中航重机受行业周期调整影响，归母同比-57.6%；航发动力受信用减值损失、财务费用、研发费用增加等因素影响，归母同比-87.7%。
- 25Q3毛利率进一步下降，增收不增利。25Q3毛利率16.5%（同比-5.7pct），其中，航发科技受产品结构调整影响，毛利率同比-12.7pct。25Q3期间费用率11.9%（同比-0.3pct），净利率3.0%（同比-4.8pct）。

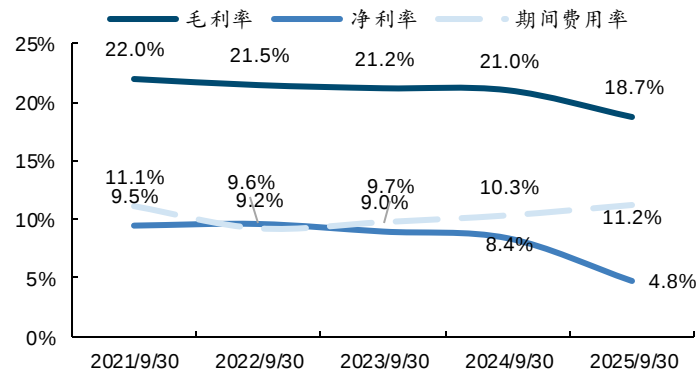
表：航发产业链25Q1-Q3年及25Q3业绩基本面表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
营收	672	-4.2%	234	9.6%	-3.0%
归母净利润	32	-45.6%	7	-58.1%	-52.8%
毛利率	18.7%	-2.3pct	16.5%	-5.7pct	-3.9pct
净利率	4.8%	-3.6pct	3.0%	-4.8pct	-3.1pct
期间费用率	11.2%	0.9pct	11.9%	-0.3pct	1.5pct

图：航发产业链各年Q1-Q3营收及利润（亿元）



图：航发产业链各年Q1-Q3主要盈利指标情况



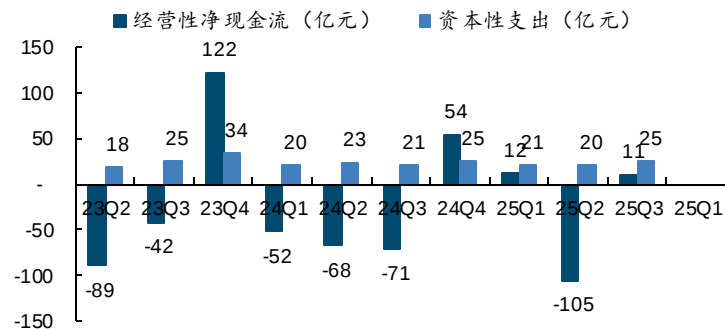
航发产业链：订单饱满存货增加，四季度交付有望加速

- 需求回暖订单增加，积极备货备产。25Q3末航发产业链合同负债98亿元，较年初+60.6%，行业需求回暖；存货745亿元，较年初+24.1%，根据在手订单情况合理安排生产备货；在建工程93亿元，较年初+23.1%，固定资产545亿元，较年初+1.3%。
- 25Q1-Q3上游购买商品或劳务的现金支出增加，或表明积极备产。资本性支出66亿元（同比+2.0%）；经营性净现金流-82亿元，去年同期为-191亿元。

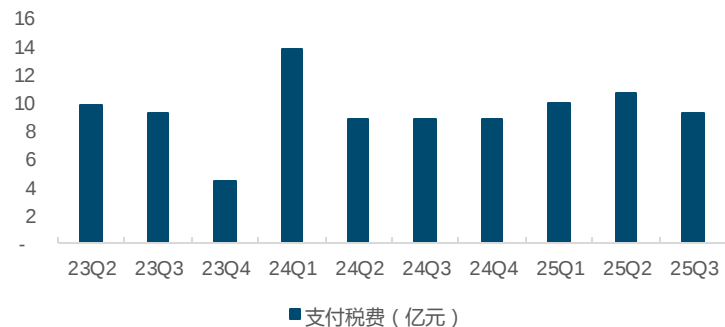
表：航发产业链25Q1-Q3及25Q3资产负债和现金流

单位：亿元	2025/9/30	2025/6/30	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	98	78	25.5%	61	60.6%
预付款项	26	27	-4.5%	42	-37.5%
存货	745	711	4.8%	600	24.1%
在建工程	93	84	9.6%	75	23.1%
固定资产	545	540	1.1%	538	1.3%
应收款项	882	812	8.6%	799	10.3%
	25Q1-Q3	同比增长	25Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	66	2.0%	25	17.8%	21.1%
	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q3
经营性净现金流	-82	-191	11	-71	-105

图：航发产业链23Q2-25Q3单季度经营性净现金流与资本支出



图：航发产业链23Q2-25Q3单季度支付税费



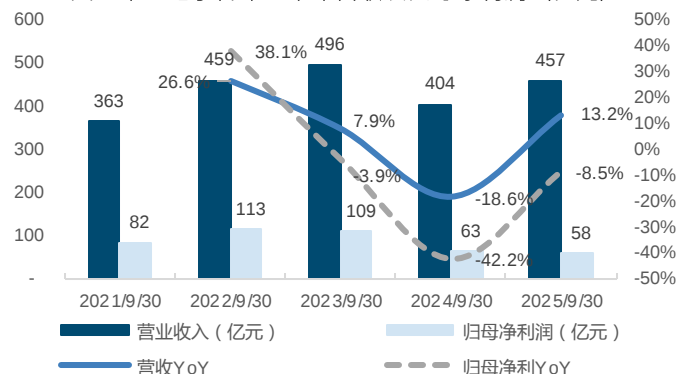
军工电子：营收持续增长，25Q3盈利能力企稳

- 25Q1-Q3军工电子营收同比增长，净利润受降价和减值影响下滑。25Q1-Q3军工电子产业链整体实现营收457亿元（同比+13.2%），归母净利润58亿元（同比-8.5%），在手订单释放与交付恢复，板块营收显著回暖。25Q1-Q3军工电子产业链整体毛利率为40.1%（同比-3.7pct），主要受降价影响；期间费用率为22.9%（同比-1.9pct），费用管控良好；由于减值，净利率为12.6%（同比-3.0pct）。
- 25Q3军工电子利润率企稳，营收和归母实现同比增长。25Q3军工电子实现营收153亿元（同比+16.4%），归母净利润19亿元（同比+15.20%）；毛利率同比-0.9pct，期间费用率同比-0.6pct，费用管控加强，净利率同比-0.1pct。军工电子利润率企稳，营收带动归母增长。

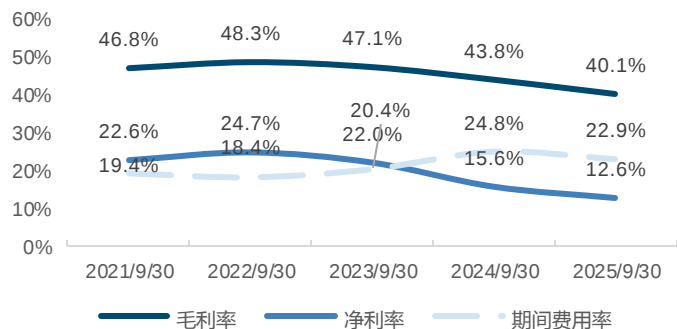
表：航空主机厂25Q1-Q3及25Q3业绩基本表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
营收	457	13.2%	153	16.4%	-13.8%
归母净利润	58	-8.5%	19	15.2%	-25.8%
毛利率	40.1%	-3.7pct	40.8%	-0.9pct	0.0pct
净利率	12.6%	-3.0pct	12.3%	-0.1pct	-2.0pct
期间费用率	22.9%	-1.9pct	24.6%	-0.6pct	3.6pct

图：军工电子各年上半年营收及归母净利润（亿元）



图：军工电子各年上半年利润率及期间费用率



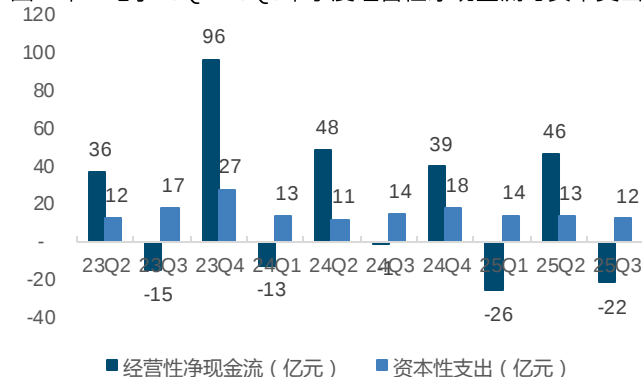
军工电子：合同负债增加，积极备货备产

- 25Q3末军工电子整体合同负债12亿元，较25Q2末+5.9%；预付款项15亿元，较25Q2末+4.7%；存货240亿元，较25Q2末+5.5%，订单增加，企业积极备货备产。
- 25Q1-Q3军工电子资本性支出39亿元（同比-0.5%），25Q3资本性支出12亿元（同比-16.9%）。25Q1-Q3军工电子产业链整体经营性净现金流-2亿元，去年同期为34亿元；25Q3经营性净现金流-22亿元，24Q3为-1亿元，回款压力较大。

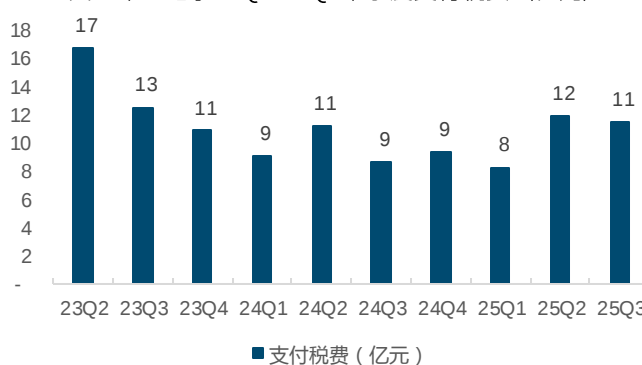
表：军工电子25Q1-Q3及25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025Q1-Q3	30/06/2025	较上一季度末增长	31/12/2024	较年初增长
合同负债	12	11	5.9%	10	12.1%
预付款项	15	14	4.7%	7	97.3%
存货	240	228	5.5%	213	12.7%
在建工程	44	43	2.6%	42	4.4%
固定资产	224	223	0.6%	215	4.5%
应收款项	618	571	8.3%	541	14.2%
2025Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比	
资本性支出	39	-0.5%	12	-16.9%	-10.0%
2025Q1-Q3	去年同期	25Q3	去年同期	上一季度	
经营性净现金流	-2	34	-22	-1	46

图：军工电子23Q2-25Q3单季度经营性净现金流与资本支出



图：军工电子23Q2-25Q3单季度支付税费 (亿元)



军工电子：25Q3除连接器外，其余板块盈利均实现同比增长

- 25Q3除连接器外，其余板块盈利均实现同比增长。其中，被动元件、集成电路受益于行业景气度改善，需求增加；模块组件内部业绩分化。
- 连接器：25Q1-Q3营收223亿元（同比+15.3%），归母净利润20.9亿元（同比-28.1%）；25Q3营收同比+6.3%，归母同比-49.3%，主要受业务结构变化、回款周期延期、产品降价、原材料价格上升等因素影响；
- 被动元件：25Q1-Q3营收95亿元（同比+14.7%），归母净利润14.9亿元（同比+18.5%）；25Q3营收同比+21.4%，归母同比+42.7%；行业景气度逐步改善影响，市场需求稳步增长。
- 集成电路：25Q1-Q3营收98亿元（同比+15.5%），归母净利润19.4亿元（同比+10.3%）；25Q3营收同比+35.1%，归母同比+117%；特种集成电路业务下游需求增加，标的公司业绩均实现同比增长；
- 模块组件：25Q1-Q3营收42亿元（同比-3.7%），归母净利润2.4亿元（同比-35.3%）；25Q3营收同比+16.5%，归母同比+70.2%；板块内部分化，国博电子、国光电气、全信股份、新劲刚同比下滑，新雷能、智明达同比高增。

表：军工电子各板块25Q1-Q3及25Q3营收与归母净利润

	25Q1-Q3				25Q3			
	营收	同比	归母净利润	同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
连接器	223	15.3%	20.9	-28.1%	6.3%	-21.7%	-49.3%	-55.1%
被动元件	95	14.7%	14.9	18.5%	21.4%	-5.4%	42.7%	-21.5%
集成电路	98	15.5%	19.4	10.3%	35.1%	-1.2%	117.0%	10.9%
模块组件	42	-3.7%	2.4	-35.3%	16.5%	-18.1%	70.2%	-43.7%

军工电子：需求回暖订单充足，集成电路板块率先消化

- 集成电路板块合同负债率先消化，被动元件需求回暖订单充足。25Q3末被动元件合同负债较年初+176.5%，需求回暖，订单充足；集成电路合同负债3.6亿元，较年初-11.7%，率先消化转化为板块业绩。模块组件25Q3末在建工程较年初+31.3%，25Q1-Q3资本性支出同比+28.4%，仍处于扩产周期。

表：军工电子各环节25Q3资产负债情况（亿元）

2025/9/30	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
连接器	5.1	14.7%	2.3	7.9%	90.4	18.9%	19.2	-9.1%	104.8	10.8%	266.7	7.0%
被动元件	1.8	176.5%	2.9	138.5%	57.5	4.8%	5.4	-0.5%	56.4	-1.1%	131.1	9.6%
集成电路	3.6	-11.7%	8.6	51.6%	65.8	-4.4%	7.5	-1.4%	34.0	4.8%	134.9	14.2%
模块组件	1.2	7.7%	0.7	-9.4%	26.2	5.3%	11.7	31.3%	29.3	0.1%	85.7	8.0%

表：军工电子各板块25Q1-Q3和25Q3现金流情况

	资本性支出（亿元）					经营性净现金流（亿元）				
	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q2
连接器	17.4	15.5%	5.2	-6.4%	-3.5%	-14.6	0.7	-12.4	-3.7	15.0
被动元件	5.7	-17.6%	1.7	-30.0%	-34.9%	8.2	25.0	-4.9	4.0	14.3
集成电路	7.5	-29.1%	2.5	-43.2%	-14.4%	3.2	7.7	-1.7	1.5	10.5
模块组件	8.1	28.4%	2.4	31.3%	9.3%	1.3	0.9	-2.9	-3.2	5.9

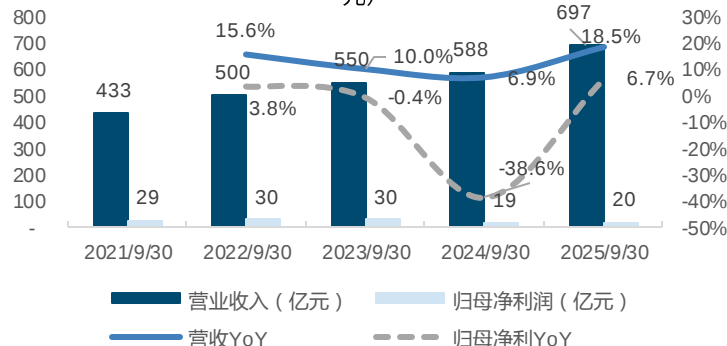
导弹产业链：25Q3景气持续，盈利能力显著修复

- 25Q1-Q3导弹产业链整体实现营收697亿元（同比+18.5%），归母净利润20亿元（同比+6.7%）；25Q3导弹产业链实现营收244亿元（同比+16.2%），实现归母净利润5亿元（同比+128.2%），同比高增，其中楚江新材由于低基数，同时产能释放，产品附加值提升，实现归母1.04亿元，同比+168%；菲利华实现归母1.12亿元，同比+80%。
- 25Q1-Q3导弹产业链整体毛利率12.1%（同比-0.4pct），净利率2.8%（同比-0.3pct），期间费用率7.6%（同比-1.0pct），25Q3整体毛利率11.4%（同比+1.4pct），净利率2.2%（同比+1.1pct），期间费用率7.9%（同比-0.3pct），盈利能力显著修复。

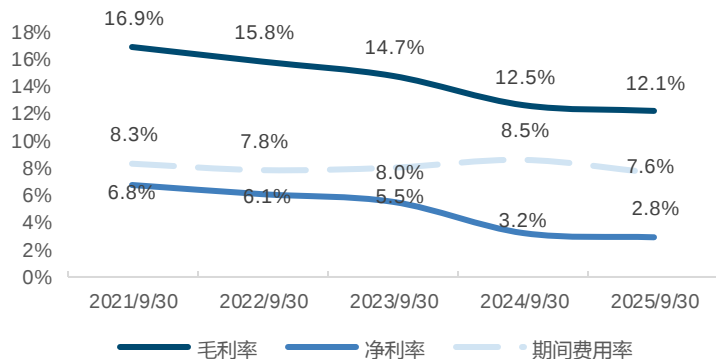
表：导弹产业链25Q1-Q3及25Q3业绩基本面表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
营收（亿元）	697	18.5%	244	16.2%	-3.1%
归母净利润（亿元）	20	6.7%	5	128.2%	-43.0%
毛利率	12.1%	-0.4pct	11.4%	+1.4pct	-1.7pct
净利率	2.8%	-0.3pct	2.2%	+1.1pct	-1.5pct
期间费用率	7.6%	-1.0pct	7.9%	-0.3pct	+1.0pct

图：导弹产业链各年前三季度营收及利润（亿元）



图：导弹产业链各年前三季度主要盈利指标情况



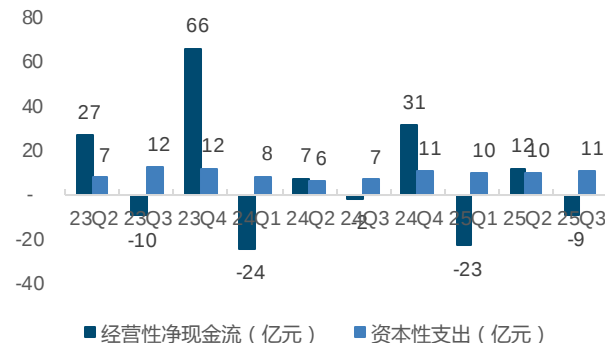
导弹产业链：在手订单充足，四季度回款有望改善

- 25Q3末合同负债12亿元，较年初+31.1%，在手订单充足；预付款项39亿元，较年初+56.5%，存货124亿元，较年初+12.6%，企业积极备产；在建工程29亿元，较年初+41.8%，固定资产187亿元，较年初+33.2%，主要系广东宏大并表雪峰科技，及子公司宏大工程建设办公楼的投入增加，在建工程+281%，固定资产+148%。
- 25Q1-Q3导弹产业链资本性支出30亿元（同比+44.1%），25Q3资本性支出11亿元，同比+63.1%；25Q1-Q3经营活动净现金流-21亿元，去年同期为-19亿元，25Q3经营性现金流-9亿元，24Q3为-2亿元，四季度回款有望改善。

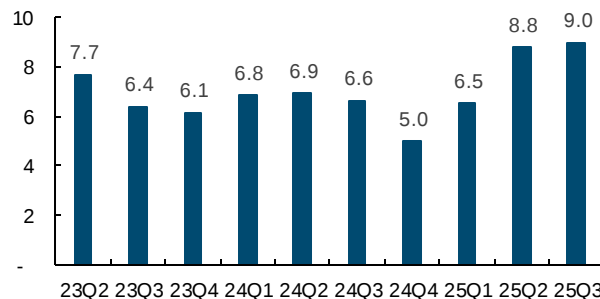
表：导弹产业链25Q1-Q3及25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/9/30	2025/6/30	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	12	14	-17.0%	9	31.1%
预付款项	39	34	15.3%	25	56.5%
存货	124	109	14.3%	110	12.6%
在建工程	29	27	7.0%	20	41.8%
固定资产	187	181	3.4%	140	33.2%
应收款项	262	246	6.5%	197	32.7%
	25Q1-Q3	同比增长	25Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	30	44.1%	11	63.1%	9.2%
	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q2
经营性净现金流	-21	-19	-9	-2	12

图：导弹产业链23Q1-25Q3单季度经营性净现金流与资本支出



图：导弹产业链23Q1-25Q3单季度支付税费 (亿元)



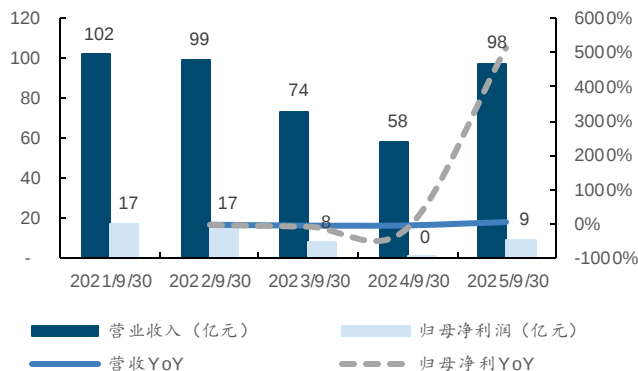
低成本弹：景气度拐点持续验证，业绩爆发式增长

- 全部低成本弹标的均实现高增或减亏，景气度拐点持续验证。25Q1-Q3低成本弹整体实现营收98亿元（同比+67.0%），归母净利润9亿元（同比+5111.2%）；25Q3低成本弹实现营收34亿元（同比+53.5%），实现归母净利润5亿元（同比+4268.8%），行业交付恢复、景气度上行，低基数下业绩端爆发式增长。
- 25Q1-Q3低成本弹整体毛利率35.2%（同比-1.5pct），期间费用率21.3%（同比-12.8pct），净利率9.4%（同比+9.1pct）。25Q3整体毛利率38.8%（同比+3.3pct），期间费用率因营收增长而摊薄，同比-11.4pct，净利率14.3%（同比+14.8pct）。

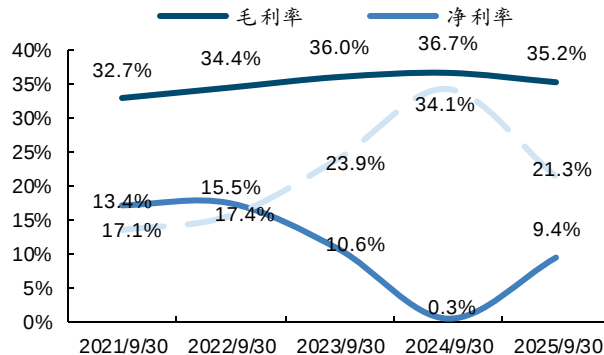
表：低成本弹25Q1-Q3及25Q3业绩基本面表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
营收（亿元）	98	67.0%	34	53.5%	-23.4%
归母净利润（亿元）	9	5111.2%	5	4268.8%	11.0%
毛利率	35.2%	-1.5pct	38.8%	+3.3pct	+6.7pct
净利率	9.4%	+9.1pct	14.3%	+14.8pct	+4.4pct
期间费用率	21.3%	-12.8pct	19.8%	-11.4pct	+4.3pct

图：低成本弹各年前三季度营收及利润（亿元）



图：低成本弹各年前三季度主要盈利指标情况



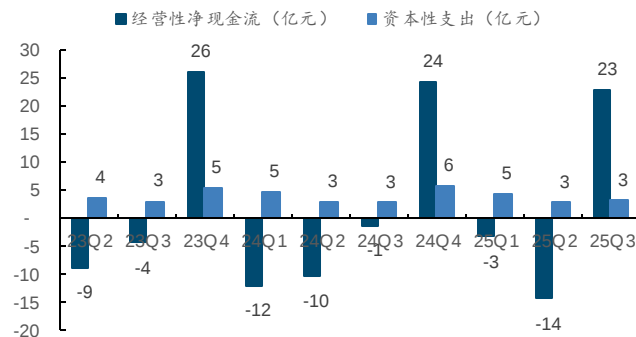
低成本弹：新增订单持续，积极备产保障后续业绩

- 25Q3末合同负债37亿元，较年初+153.2%，订单大幅增加；预付款项14亿元，较年初+145.8%；存货81亿元，较年初+52.7%，企业积极备产；在建工程13亿元，较年初+8.2%；固定资产78亿元，较年初+2.5%。
- 25Q3资本性支出3亿元，同比+9.5%；经营性现金流23亿元，24Q3为-1亿元，回款显著改善。

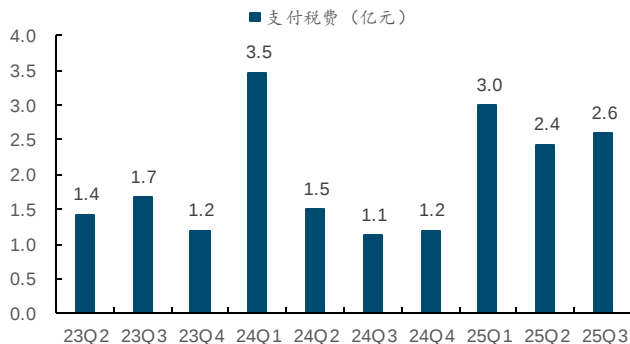
表：低成本弹25Q1-Q3及25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/9/30	2025/6/30	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	37	12	214.8%	15	153.2%
预付款项	14	8	71.7%	6	145.8%
存货	81	63	28.5%	53	52.7%
在建工程	13	12	5.3%	12	8.2%
固定资产	78	77	1.7%	76	2.5%
应收款项	88	97	-9.1%	88	0.4%
	25Q1-Q3	同比增长	25Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	10	-3.4%	3	9.5%	13.6%
	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q2
经营性净现金流	5	-23	23	-1	-14

图：低成本弹23Q2-25Q3单季度经营性净现金流与资本支出



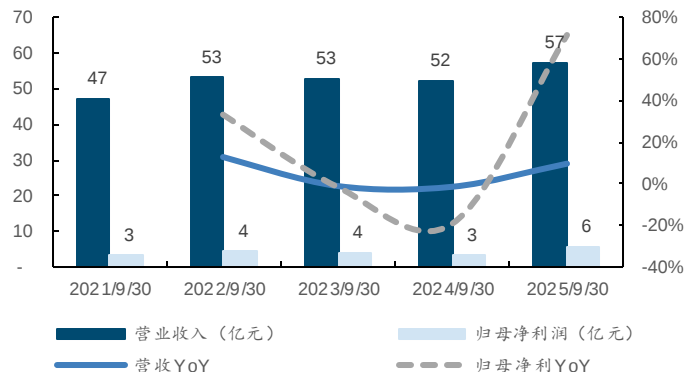
图：低成本弹23Q2-25Q3单季度支付税费 (亿元)



弹药：产业链整体景气度恢复程度低于导弹、低成本弹

- 25Q1-Q3弹药整体实现营收57亿元（同比+9.8%），归母净利润6亿元（同比+71.4%）；25Q3弹药实现营收21亿元（同比+16.5%），实现归母净利润3亿元（同比+284.9%），主要受北化股份影响，其硝化棉产品、防化产品的收入规模增加，归母+201%，其余标的如国泰集团、国科军工等归母下滑。
- 25Q1-Q3弹药整体毛利率31.7%（同比+4.3pct），期间费用率20.0%（同比-0.7pct），净利率10.1%（同比+3.6pct）；25Q3整体毛利率32.4%（同比+9.9pct），净利率12.1%（同比+8.5pct）。

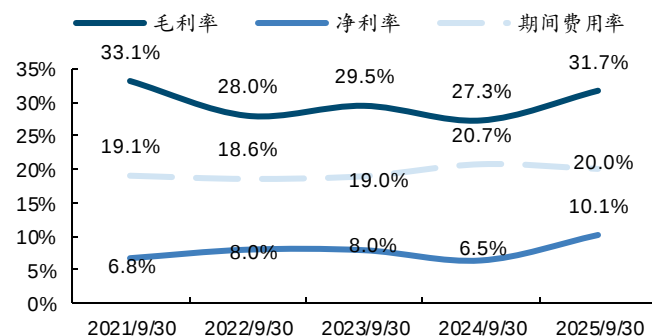
图：弹药各年前三季度营收及利润（亿元）



表：弹药25Q1-Q3及25Q3业绩基本面表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
营收 (亿元)	57	9.8%	21	16.5%	-6.2%
归母净利润 (亿元)	6	71.4%	3	284.9%	-0.4%
毛利率	31.7%	+4.3pct	32.4%	+9.9pct	-0.1pct
净利率	10.1%	+3.6pct	12.1%	+8.5pct	+0.7pct
期间费用率	20.0%	-0.7pct	19.2%	-2.9pct	+2.0pct

图：弹药各年前三季度主要盈利指标情况



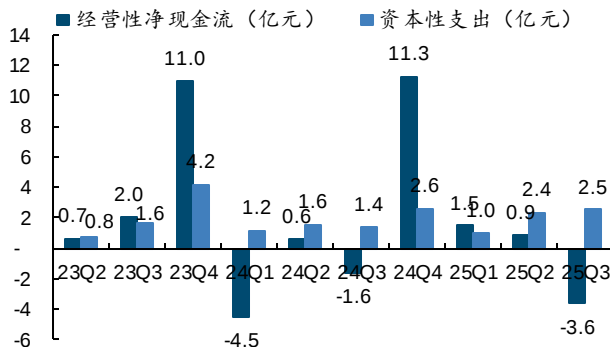
弹药：订单增加备货备产，后续有望迎来高增

- 25Q3末合同负债4亿元，较年初+17.8%，订单大幅增加，预付款项3亿元，较年初+84.8%，存货20亿元，较年初+34.1%，企业积极备产。
- 25Q3末，在建工程10亿元，较年初+42.1%，主要系国泰集团子公司九江国泰含能材料项目建设投资增加所致，在建工程+140%；固定资产45亿元，较年初-1.5%。25Q1-Q3弹药资本性支出6亿元（同比+43.4%），25Q3资本性支出3亿元，同比+84.3%。

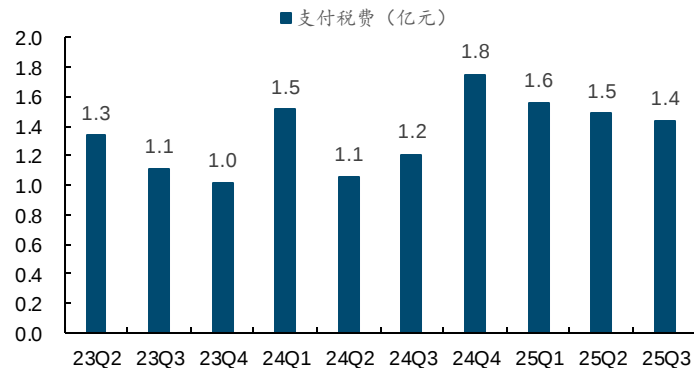
表：弹药25Q1-Q3及25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/9/30	2025/6/30	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	4	5	-19.0%	3	17.8%
预付款项	3	3	23.8%	2	84.8%
存货	20	18	15.7%	15	34.1%
在建工程	10	8	19.1%	7	42.1%
固定资产	45	46	-0.7%	46	-1.5%
应收款项	49	44	12.3%	43	13.4%
	25Q1-Q3	同比增长	25Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	6	43.3%	3	84.3%	6.3%
	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q2
经营性净现金流	-1	-5	-4	-2	1

图：弹药23Q1-25Q3单季度经营性净现金流与资本支出



图：弹药23Q1-25Q3单季度支付税费 (亿元)



军贸：景气度跟随航空主机厂，25Q3业绩同比大幅改善

- 军贸标的包含主要的航空主机厂，指标变动情况及原因与航空主机厂相似。
- 25Q1-Q3军贸整体实现营收1181亿元（同比+7.3%），归母净利润68亿元（同比-13.1%）；25Q3军贸实现营收514亿元（同比+85.5%），实现归母净利润26亿元（同比+65.1%），主要系中航成飞交付增加，归母+170%；睿创微纳产品销售收入增长、销售结构变动导致毛利增加，归母+37%。
- 25Q1-Q3军贸整体毛利率15.2%（同比-0.1pct），期间费用率7.5%（同比-0.3pct），净利率5.7%（同比-1.3pct）。25Q3整体毛利率13.2%（同比-3.3pct），净利率5.1%（同比-0.6pct），期间费用率6.05%（同比-4.7pct）。
- 25Q3末军贸合同负债229亿元，较年初+18.2%；预付款项480亿元，较年初+58.9%；存货815亿元，较年初+9.3%，企业积极备产；在建工程62亿元，较年初+65.6%，主要系中航沈飞新厂区投入，在建工程+73%；固定资产418亿元，较年初+14.1%，主要系广东宏大子公司并表，固定资产+148%。

表：军贸25Q1-Q3及25Q3业绩基本表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比
营收（亿元）	1,181	7.3%	514	85.5%
归母净利润（亿元）	68	-13.1%	26	65.1%
毛利率	15.2%	-0.1pct	13.2%	-3.3pct
净利率	5.7%	-1.3pct	5.1%	-0.6pct
期间费用率	7.5%	-0.3pct	6.5%	-4.7pct

表：军贸25Q1-Q3及25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/9/30	2025/6/30	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	229	351	-34.8%	193	18.2%
预付款项	480	444	7.9%	302	58.9%
存货	815	822	-0.8%	746	9.3%
在建工程	62	52	18.6%	38	65.6%
固定资产	418	417	0.2%	366	14.1%
应收款项	813	668	21.8%	712	14.1%
	25Q1-Q3	同比增长	25Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	48	3.8%	19	-8.2%	2.1%
	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q2
经营性净现金流	-123	-329	-10	-101	-95

无人装备：前期业绩波动较大，十五五有望加速放量

- 无人装备25Q3实现营收89亿元（同比+48.1%），实现归母净利润2亿元（同比-41.2%），毛利率12.6%（同比-6.0pct），净利率2.0%（同比-3.1pct），期间费用率10.6%（同比-7.8pct）。主要系航天电子投资收益较24Q3减少2.76亿，同时毛利率较24Q3降低23.7pct。
- 25Q3末合同负债68亿元，较年初-13.9%，存量订单部分消化；预付款项123亿元，较年初+7.2%，存货333亿元，较年初+10.0%，企业积极备产；在建工程14亿元，较年初+7.3%，固定资产101亿元，较年初-0.7%。
- 25Q1-Q3无人装备资本性支出7亿元（同比-13.2%），25Q3资本性支出3亿元，同比+8.5%；经营活动净现金流-57亿元，去年同期为-82亿元，25Q3经营性现金流-10亿元，24Q3为-29亿元，回款显著改善。

表：无人装备25Q1-Q3及25Q3业绩基本面表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比
营收（亿元）	235	10.2%	89	48.1%
归母净利润（亿元）	6	-18.4%	2	-41.2%
毛利率	14.2%	-2.4pct	12.6%	-6.0pct
净利率	2.7%	-1.0pct	2.0%	-3.1pct
期间费用率	11.6%	-2.8pct	10.6%	-7.8pct

表：无人装备25Q1-Q3及25Q3资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/9/30	2025/6/30	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	68	74	-8.2%	79	-13.9%
预付款项	123	123	0.3%	115	7.2%
存货	333	330	0.8%	303	10.0%
在建工程	14	12	10.3%	13	7.3%
固定资产	101	101	0.2%	102	-0.7%
应收款项	265	223	18.9%	196	35.1%
	25Q1-Q3	同比增长	25Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	7	-13.2%	3	8.5%	-4.2%
	25Q1-Q3	24Q1-Q3	25Q3	24Q3	25Q2
经营性净现金流	-57	-82	-10	-29	-30

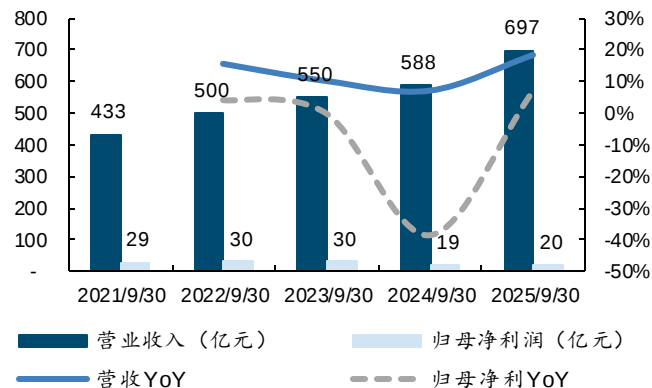
商业航天：整体进展加速，25Q3归母降幅收窄

- 商业航天赛道整体进展加速，25Q3归母降幅收窄。25Q1-Q3实现营收427亿元（同比+6.4%），实现归母净利润10亿元（同比-52.1%），其中25Q3实现营收154亿元（同比+33.1%），实现归母净利润3亿元（同比-17.0%），降幅收窄。1）火箭端，铂力特民品领域3D打印定制化产品收入大幅增长，归母+447%；华伍股份起重机械及风电制动器主业销售收入增长，归母+4202%；斯瑞新材商业航天、医疗影像业务放量，归母+48%。2）卫星端，其中，航天电子投资收益减少、主营产品毛利率下降，归母-89%。
- 25Q1-Q3商业航天整体毛利率25.2%（同比-3.9pct），净利率2.4%（-2.9pct），期间费用率21.3%（同比-2.3pct）；25Q3整体毛利率23.6%（同比-6.0pct），净利率1.4%（同比-1.4pct），期间费用率20.3%（同比-6.9pct）。

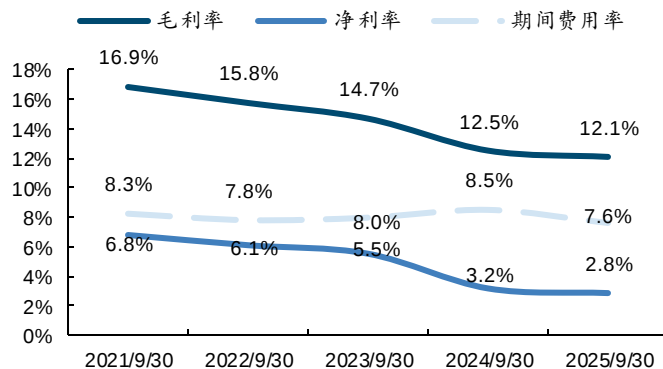
表：商业航天25Q1-Q3及25Q3业绩基本面表现

	25Q1-Q3	同比	25Q3	同比	环比
营收（亿元）	427	6.4%	154	33.1%	-6.8%
归母净利润（亿元）	10	-52.1%	3	-17.0%	-20.3%
毛利率	25.2%	-3.9%	23.6%	-6.0%	-1.4%
净利率	2.4%	-2.9%	2.3%	-1.4%	-0.4%
期间费用率	21.3%	-2.3%	20.3%	-6.9%	0.7%

图：商业航天各年前三季度营收及利润（亿元）



图：商业航天各年前三季度主要盈利指标情况



05 投资建议

- 我们认为：2025年是十四五收官和十五五布局的关键期，行业景气反转和全球军备竞赛等多重因素驱动，我国军工资产有望价值重估。建议关注军贸、新质战斗力、弹药产业链、商业航天等投资主线及核心标的。
- 军贸：1) 航空装备：中航成飞、中航沈飞、中航西飞、洪都航空、航发动力等；2) 雷达探测：国睿科技、航天南湖等；3) 导弹耗材：国博电子、广东宏大等；4) 地面装备：内蒙一机、晶品特装等。
- 新质战斗力：1) 无人装备：航天电子、中无人机、航天彩虹、纵横股份等；2) 反无装备：四川九洲、新劲刚、锐科激光、长光华芯等；3) 水下装备：中国海防、中科海讯、长盈通、西部材料、宝钛股份、金天钛业等；4) 智能化：复旦微电、紫光国微、成都华微、中科星图、新雷能、智明达等。
- 弹药产业链：高德红外、航天电器、菲利华、楚江新材、北方导航、理工导航、中兵红箭、芯动联科、睿创微纳、盟升电子等。
- 商业航天：1) 卫星：臻镭科技、海格通信、上海瀚讯等；2) 火箭：航天动力、高华科技、斯瑞新材、超捷股份等。

板块	代码	收盘价		EPS (元)				PE			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
军贸	302132	83.00	*中航成飞	0.19	1.42	1.78	2.14	437	58	47	39
	600760	54.24	*中航沈飞	1.23	1.35	1.63	1.97	44	40	33	28
	000768	25.13	*中航西飞	0.37	0.43	0.50	0.59	68	58	51	43
	600316	35.93	洪都航空	0.05	0.21	0.36	0.46	657	171	100	78
	600893	37.24	航发动力	0.32	0.22	0.31	0.42	116	173	120	90
	600562	26.10	国睿科技	0.51	0.60	0.72	0.86	51	44	36	30
	688252		航天南湖	-0.23	0.34	0.65	0.88	-143	97	51	37
	688375		*国博电子	0.81	0.85	1.17	1.66	82	79	57	40
	002683	32.90	广东宏大	1.18	1.46	1.79	2.17	28	23	18	15
	600967	19.94	内蒙一机	0.29	0.39	0.48	0.57	69	51	42	35
	688084	73.10	晶品特装	-0.76	0.30	0.92	1.49	-96	244	79	49
新质战斗力	600879	10.19	*航天电子	0.17	0.18	0.25	0.33	61	57	41	31
	688297	46.67	中无人机	-0.08	0.38	0.52	0.65	-583	123	90	72
	002389	21.34	航天彩虹	0.09	0.23	0.35	0.46	238	95	61	47
	688070	51.77	*纵横股份	-0.41	0.13	0.59	1.10	-126	398	88	47
	000801	15.85	*四川九洲	0.19	0.23	0.29	0.37	83	69	56	43
	300629	20.22	新劲刚	0.52	-	-	-	39	-	-	-
	300747	27.48	锐科激光	0.24	0.31	0.41	0.53	115	89	67	52
	688048	69.48	长光华芯	-0.57	0.16	0.45	0.74	-122	443	155	95
	600764	30.94	中国海防	0.32	0.45	0.60	0.77	96	69	52	40
	300810	44.10	中科海讯	-0.22	0.08	0.25	0.36	-197	551	180	123
	688143	43.52	长盈通	0.15	0.38	0.76	1.23	290	115	57	35
	002149	17.83	西部材料	0.32	0.51	0.66	0.85	55	35	27	21
	600456	30.99	宝钛股份	1.21	1.48	1.65	1.76	26	21	19	18
	688750	21.56	金天钛业	0.40	0.37	0.51	0.72	54	58	42	30

板块	代码	收盘价		EPS (元)				PE			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
新质战斗力	688385	53.49	复旦微电	0.70	0.90	1.31	1.72	76	60	41	31
	002049	72.98	紫光国微	1.40	2.00	2.56	3.22	52	36	29	23
	688709	51.20	成都华微	0.20	0.47	0.64	0.81	256	109	80	63
	688568	40.00	中科星图	0.65	0.63	0.82	1.17	62	64	49	34
	300593	17.27	新雷能	-0.93	0.08	0.46	0.87	-19	216	38	20
	688636	32.46	智明达	0.17	0.68	0.96	1.21	187	48	34	27
弹药产业链	002414	10.76	*高德红外	-0.10	0.21	0.28	0.35	-103	51	38	31
	002025	49.50	*航天电器	0.76	1.57	1.99	2.45	65	32	25	20
	300395	80.23	菲利华	0.61	0.93	1.66	2.34	133	86	48	34
	002171	9.17	*楚江新材	0.18	0.44	0.57	0.67	51	21	16	14
	600435	13.90	*北方导航	0.04	0.10	0.13	0.17	348	136	105	82
	688282	41.99	理工导航	-0.05	0.59	1.40	2.37	-840	71	30	18
	000810	108	中兵红箭	-0.24	0.12	0.46	0.73	-77	151	39	25
	688582	71.86	芯动联科	0.55	0.89	1.23	1.70	130.65	81.20	58.66	42.27
	688002	70.79	睿创微纳	1.26	1.83	2.46	3.14	56	39	29	23
	688311	36.78	盟升电子	-1.70	0.30	0.89	1.41	-22	123	41	26
商业航天	688270	69.00	臻镭科技	0.08	0.70	1.13	1.60	862.50	98.57	61.06	43.26
	002465	12.21	海格通信	0.02	0.00	0.15	0.25	610.50	3391.67	81.40	48.84
	300762	23.99	上海瀚讯	-0.20	0.08	0.34	0.52	-119.95	299.88	71.08	45.91
	600343	13.47	航天动力	-0.29	-	-	-	-45.91	-	-	-
	688539	31.62	高华科技	0.30	0.36	0.48	0.61	105.40	87.83	65.88	51.84
	688102	14.92	斯瑞新材	0.16	0.20	0.27	0.36	94.73	74.60	55.26	41.44
	301005	44.95	超捷股份	0.08	-	-	-	561.88	-	-	-

06 风险提示

- 批产订单下放进度不及预期：武器装备研制及生产具备不确定性，若批产订单下发进度不及预期，则会对行业产生不利影响。
- 产能释放进度不及预期：优质产能是支撑行业长期发展的基础，若产能释放进度不及预期，则会对行业产生不利影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题