

3Q 利润系近 9 个季度首次正增长；行业回款仍有压力

2025 年 11 月 03 日

核心观点

1~3Q25，民生军工成分（不含舰船）营收同比增长 18.7%；归母净利润同比减少 10.0%。单季度看，3Q25 营收同比增长 43.0%；归母净利润同比增长 19.5%。2025 年以来行业需求恢复在业绩端已得到初步体现。**我们更新观点如下：**1) 2023~2024 年行业需求不振导致业绩承压；2025 年以来需求好转，1~3Q25 营收恢复同比增长；2) 值得注意的是，1Q25~3Q25，行业归母净利润同比增速分别是-34.2%，-9.5%和+19.5%。3Q25 首次实现利润正增长，意义重大；3) 降价、减值（回款压力）等是影响利润的核心因素，因此 1~3Q25 行业营收端和利润端的增速继续“不匹配”；4) 各子板块利润角度看：兵器修复明显，无人机反弹，信息化止跌，新材料下滑。

趋势分析

3Q25 利润首次同比正增长；行业盈利能力持续承压。1) **营收端：**2025 年以来行业需求恢复，在 1~3Q25 的营收端已有体现，预计全年营收端将保持增长。2) **利润端：**3Q23~2Q25，行业归母净利润连续 8 个季度同比下滑，3Q25，利润首度恢复同比增长且增幅达 19.5%。营收端和利润端持续有“非线性”变化，主要系降价、减值等影响所致。3) **盈利能力：**1~3Q25，行业毛利率同比减少 3.1ppt 至 20.7%；净利率同比减少 1.7ppt 至 5.8%。盈利能力连续 4 年同比下滑，因此，我们要特别关注不同公司的产业链地位和产品定价能力。

存货指示意义转向积极；应收反映回款压力。1) **存货：**截至 2025.9.30，行业存货 2824 亿元，占总收入 79%，存货的指示意义从负面向正面转变，反映出随订单恢复，企业推进备产备料工作。2) **应收：**截至 2025.9.30，行业应收 3803 亿元，占总收入 106%，但应收增速已经开始低于营收增速，反映出企业尽管当前仍面临回款压力，但已有所好转。3) **减值：**1~3Q25，行业减值损失 53 亿元，应收、存货增长较快系企业计提减值的主要原因，也是影响净利润的核心因素。4) **现金流：**1~3Q25，行业经营活动净现金流-390 亿元，同比虽然大幅好转，但产业链各环节仍面临不同程度的回款压力。

兵器利润增速强劲；各环节营收均实现增长。1) **分板块：**1~3Q25，无人机、航空营收同比增长 82%、29%，快于其他板块；兵器、无人机归母净利润同比增长 196%、115%，快于其他板块。兵器、无人机板块此前利润端下滑严重，2025 年以来强劲恢复。2) **分环节：**1~3Q25，产业链上游、中游营收均增长，但利润均下滑，这种利润端表现弱于营收端的原因是产品结构、降价、减值等影响所致。下游主机厂营收及利润均实现正增长，中航成飞报表对此环节影响较大。

建议关注

2025 年三季报虽整体承压但也不乏亮点，“十五五”即将到来，或将重塑行业。**建议关注：新一代传统装备：**1) **航空链：**中航沈飞、中航成飞、中航西飞、中直股份、国睿科技、中航高科，华秦科技、中航光电；2) **制导链：**菲利华、新雷能、北方导航、国博电子、理工导航等。**新型作战力量：**1) **无人智能：**纵横股份、光电股份、航天电子、智明达；2) **网电攻防：**盟升电子、北方导航、航天南湖、七一二；3) **高超声速：**菲利华、盟升电子、航天电器、楚江新材。**新质生产力：**1) 商业航天：陕西华达、高华科技、中天火箭；2) **“两机”：**航亚科技、万泽股份、航宇科技、派克新材、应流股份、航发控制；3) **可控核能：**西部超导、国光电气、旭光电子、斯瑞新材；4) **AI 算力：**菲利华、新雷能、长盈通等。

风险提示：产品交付不确定性、产品价格波动、行业政策发生变化等。

推荐

维持评级



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@glms.com.cn

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@glms.com.cn

相关研究

1. 军工行业 2025 年半年报业绩回顾：“业绩底”筑基，上游环节和兵器板块实现增长-2025/09/04
2. 军工行业 2024 年年报及 2025 年一季报业绩回顾：收入和利润“非线性”变化；行业“业绩底”基本确立-2025/05/08
3. 军工行业 2024 年三季报业绩回顾：“业绩底”正在形成；珠海航展催化行情-2024/11/06
4. 军工行业 2024 年半年报业绩回顾：2Q24 业绩环比明显改善；需求复苏信号逐渐增强-2024/09/02
5. 军工行业 2023 年年报及 2024 年一季报业绩回顾：底部夯实；反转可期-2024/05/07

目录

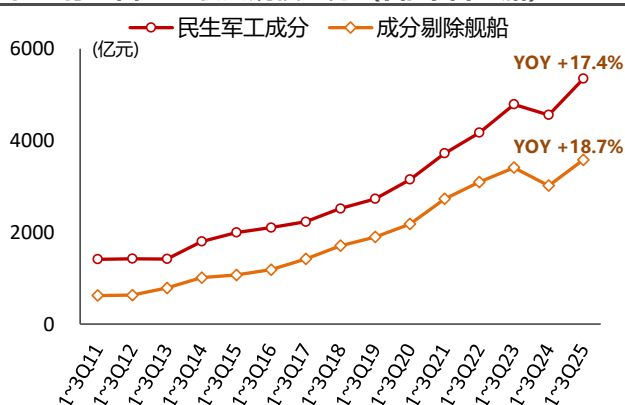
1 25Q1~3 军工营收同比+18.7%；利润同比-10%	3
2 1~3Q25 军工子板块及产业链环节业绩回顾	7
2.1 子板块：1~3Q25 兵器利润增速居前	7
2.2 产业链：1~3Q25 各环节营收均恢复同比增长	11
3 3Q25 军工营收同比+43.0%；利润同比+19.5%	13
4 三年维度：总装环节业绩复合增速最高	15
5 风险提示	16
插图目录	17

1 25Q1~3 军工营收同比+18.7%;利润同比-10%

国防军工行业公司 2025 年三季报已披露完毕,我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析。由于舰船板块中含有较多民船资产,业绩波动较大,故我们从包含舰船板块及不包含舰船板块两个角度进行分析。

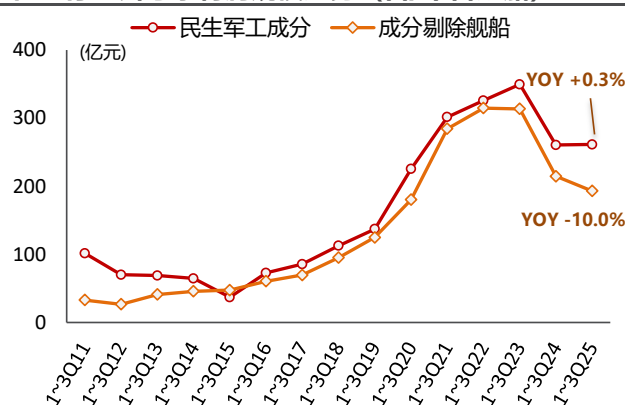
1~3Q25 行业营业总收入恢复增长;但归母净利润仍下滑。1~3Q25,民生军工成分(不含舰船)实现营业总收入 3578 亿元, YOY +18.7%; 归母净利润 193 亿元, YOY -10.0%。若包含舰船板块,则实现营业总收入 5346 亿元, YOY +17.4%; 归母净利润 261 亿元, YOY +0.3%。分析原因: 1~3Q25, 需求端恢复导致营收同比增长;但受降价、减值等因素影响,归母净利润继续同比下滑。(1~3Q24, 营收同比下滑 11.6%; 归母净利润同比下滑 31.6%, 从积极角度看: 今年下滑幅度收窄)。

图1: 行业营业总收入规模趋势 (含/不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

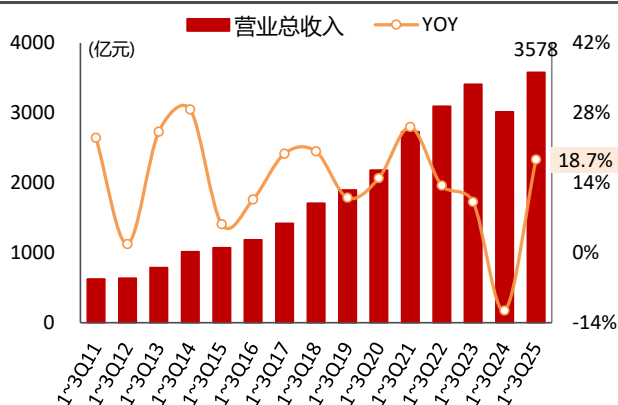
图2: 行业归母净利润规模趋势 (含/不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

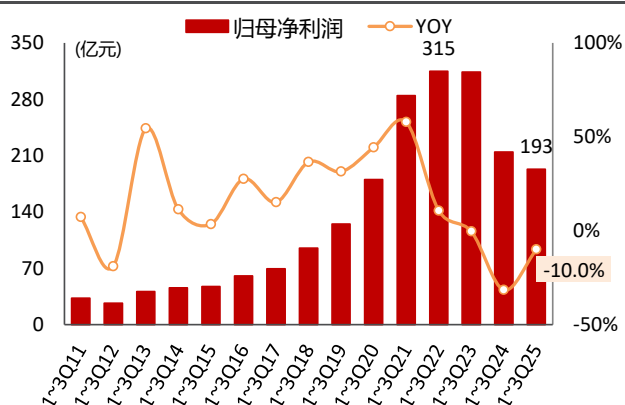
1~3Q25 营收创新高;但利润较最高峰减少 39%。1) 营收端: 1~3Q24 受需求端影响, 营收同比下滑, 但 1~3Q25 恢复正增长, 规模创下新高。2) 利润端: 1~3Q25 营收恢复增长, 但归母净利润表现仍不乐观, 较 1~3Q22 (最高峰) 减少 38.64%, 我们将在下文分析具体原因。

图3: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

图4: 行业归母净利润及同比增速 (不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

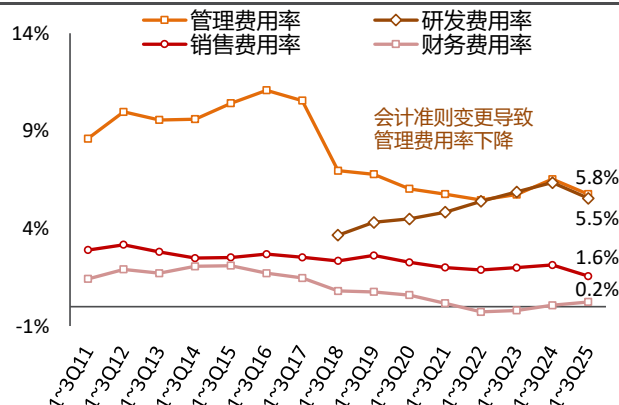
1~3Q25 行业费用管控成效显著；但仍保持较大的研发投入强度。1~3Q25，行业期间费用同比增加 3.2%至 469 亿元，但营收同比增长幅度更大，因此期间费用率同比减少 2.0ppt 至 13.1%，行业持续强化费用管控以实现降本增效。具体看：
1) 管理费用率同比减少 0.8ppt 至 5.8%；2) 研发费用率同比减少 0.8ppt 至 5.5%，研发费用同比增加 3.6%至 198 亿元；3) 销售费用率同比减少 0.6ppt 至 1.6%；4) 财务费用率同比增加 0.2ppt 至 0.2%。1~3Q25，行业强化费用管控，力促降本增效，筑牢经营根基，期间费用率同比减少，但仍保证了一定研发投入强度。

图5：1~3Q25 期间费用率同比减少 2.0ppt 至 13.1%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图6：1~3Q25 管理、销售、研发费用率均同比减少

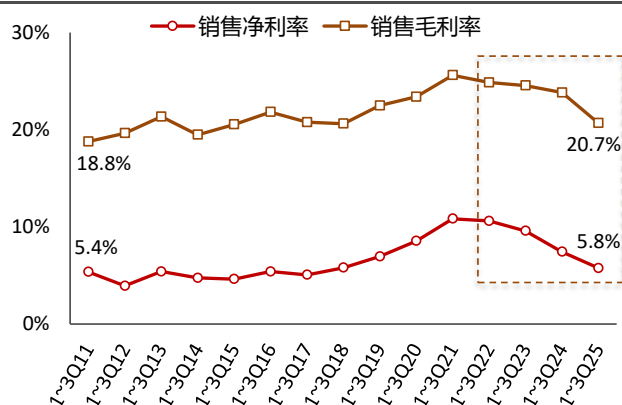


资料来源：wind，民生证券研究院 注：2018 年及之后的研发费用单独披露，因此出现管理费用率骤降的现象；整体法，不含舰船

利润率自 2022 年开始持续下滑；总资产周转率同比提升。1) 盈利能力：

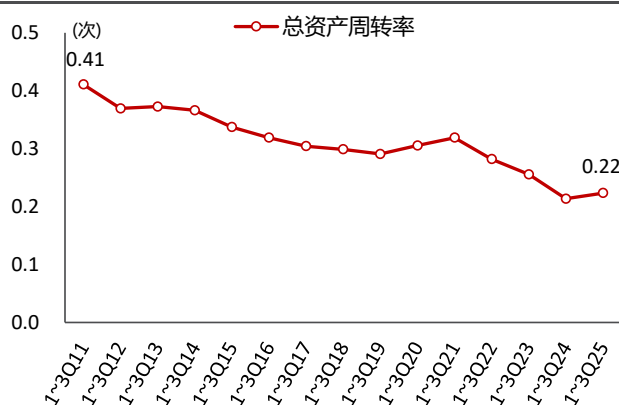
1~3Q25，行业销售毛利率同比减少 3.1ppt 至 20.7%；销售净利率同比减少 1.7ppt 至 5.8%。2020~2023 年，行业内企业大规模扩产，生产经营及折旧等增加对盈利能力带来冲击。同时，毛利率还受到产品结构变化和产品价格下降等因素的影响，连续 4 年下滑；净利率则受到毛利率下滑、减值等影响，同样连续 4 年下滑。行业在某种程度上出现了增收不增利的现象。2) 总资产周转率：行业总资产周转率总体呈下降趋势，或与行业应收、存货规模持续增加有关。

图7：1-3Q22~1-3Q25，行业毛利率及净利率连续 4 年下滑



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

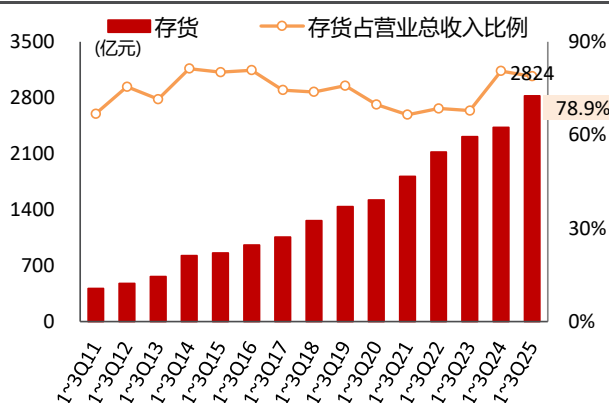
图8：1-3Q11~1-3Q25，行业总资产周转率总体呈下降趋势



资料来源：wind，民生证券研究院 注：不含舰船

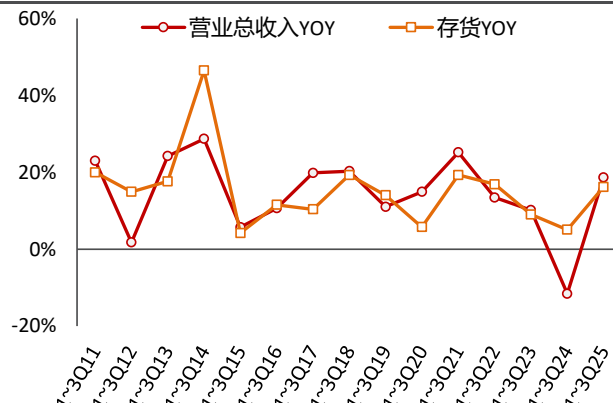
存货增长是需求端的积极信号，反映出企业为订单恢复备产。截至 2025 年 9 月 30 日，行业存货规模较 2024 年 9 月 30 日增长 16.2%至 2824 亿元，存货占总收入比为 78.9%，占比同比减少 1.7ppt。从趋势上看，存货规模的同比增速及营业总收入同比增速总体较为一致。我们认为，1~3Q24 存货增速 (YOY +5.1%) 高于营收增速 (YOY -11.6%)，或反映出企业库存积压的问题；但 1~3Q25 存货增速 (YOY +16.2%) 已经开始低于营收增速 (YOY +18.7%)，反映出企业随订单恢复，推进备产备料，存货的指示意义转向积极。此外，存货增长较多，企业或面临资产减值风险，但考虑到行业特殊性，减值通常在后续会予以冲回。

图9：行业存货余额及占营业总收入比例



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

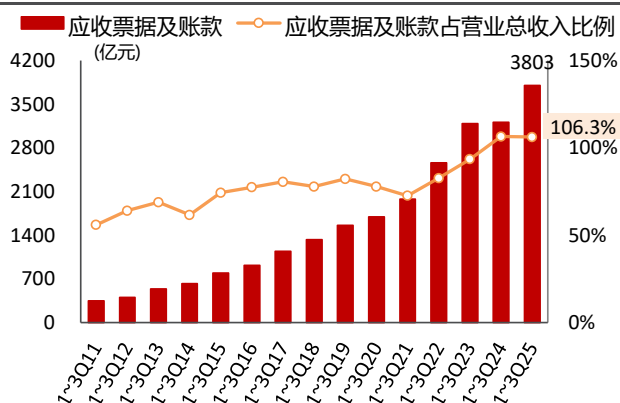
图10：行业存货及营业总收入同比增速对比



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

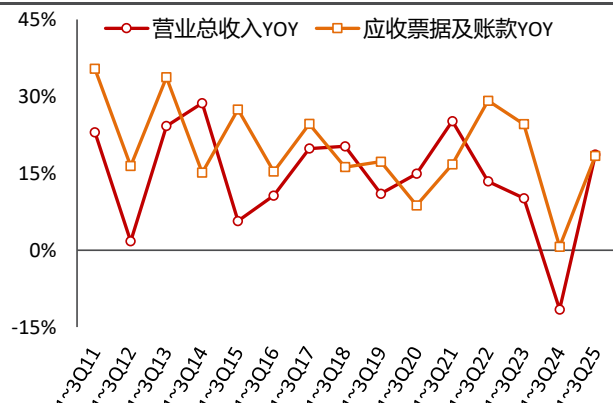
应收增长较快，或反映出企业当前仍面临回款压力。截至 2025 年 9 月 30 日，行业应收票据及账款规模较 2024 年 9 月 30 日增长 18.4%至 3803 亿元，应收票据及账款占总收入比为 106.3%，占比同比减少 0.2ppt。从趋势上看，应收规模的同比增速及营业总收入同比增速总体较为一致。我们认为，1-3Q22~1-3Q24，应收增速高于营收增速，或反映出行业回款并未出现好转；1~3Q25，应收增速 (YOY +18.4%) 已经开始低于营收增速 (YOY +18.7%)，尽管企业当前仍面临回款压力，但已有所好转。此外，应收增长较快，企业或面临信用减值风险，但考虑到行业特殊性，减值通常在后续会予以冲回。

图11：行业应收余额及占营业总收入比例



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

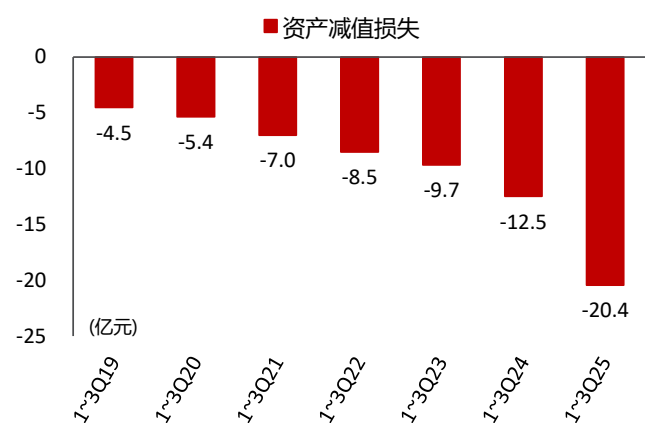
图12：行业应收及营业总收入同比增速对比



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

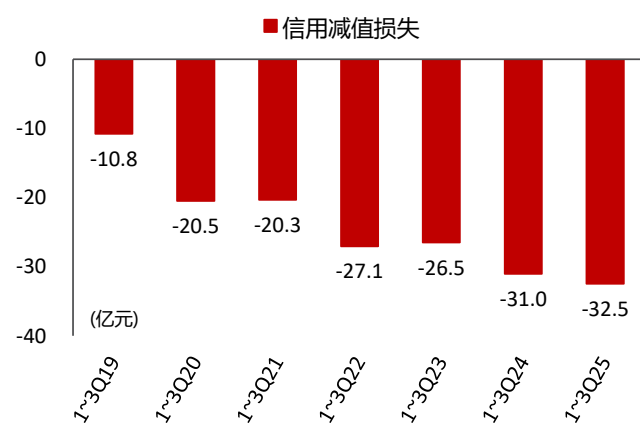
1~3Q25 行业减值损失影响利润。1~3Q25，行业资产减值损失合计 20.4 亿元，同比增加 63.7%；信用减值损失合计 32.5 亿元，同比增加 4.7%。两项计入利润表，直接影响行业归母净利润，这是今年三季报行业营收同比增长，但归母净利润同比减少的主要原因之一。

图13：行业资产减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

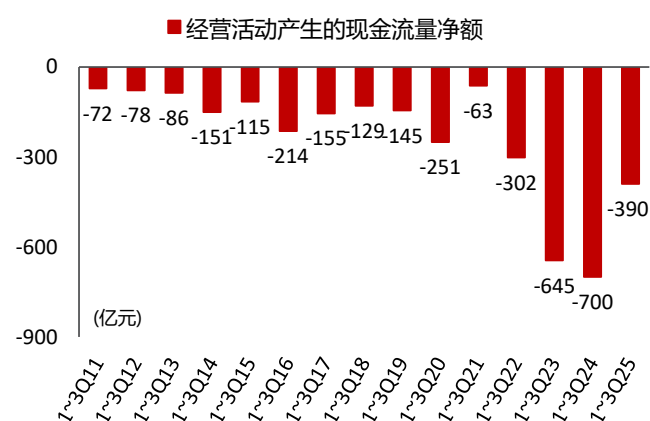
图14：行业信用减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院 注：信用减值损失自 2019 年开始计入利润表；整体法，不含舰船

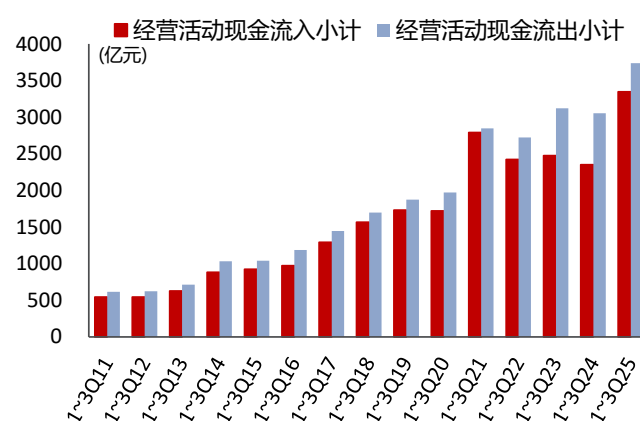
1~3Q25 经营活动净现金流同比好转。1~3Q25，行业经营活动产生的现金流净额为-390 亿元，同比增加 310 亿元，具体看，经营活动现金流入小计同比增加 995 亿元至 3347 亿元；经营活动现金流出小计同比增加 684 亿元至 3737 亿元。虽然经营活动净现金流同比好转，但相较于历史年份，行业当前各产业链环节仍都面临不同程度的回款压力。

图15：行业经营活动产生的现金流净额



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图16：行业经营活动现金流入及流出小计



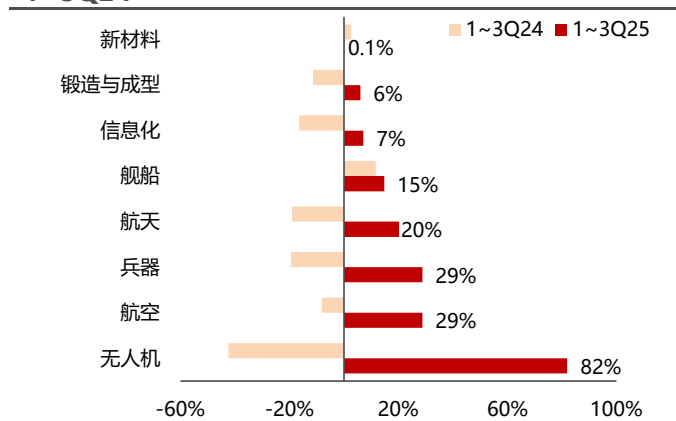
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

2 1~3Q25 军工子板块及产业链环节业绩回顾

2.1 子板块：1~3Q25 兵器利润增速居前

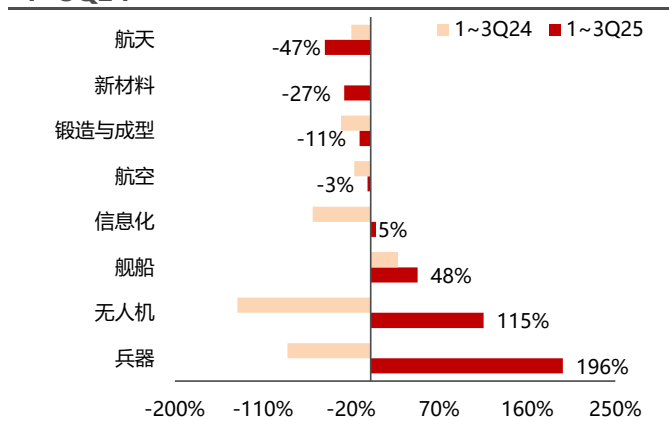
1~3Q25 兵器板块利润增速居前。1) 营收端：1~3Q25，无人机板块实现营业收入 33.9 亿元，YOY +156.3%，增速排名第一，主要系中无人机 (+319%)、纵横股份 (+57%)、航天彩虹 (+18%) 等同比增长所驱动。2) 利润端：1~3Q25，兵器板块实现归母净利润 4.6 亿元，YOY +196.5%，增速排名第一，主要系光电股份 (+2132%)、内蒙一机 (+6%)、北方导航 (大幅扭亏)、长城军工 (减亏)、中兵红箭 (减亏) 等同比增长所驱动。

图17：子板块营业总收入同比增速：1~3Q25 VS 1~3Q24



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

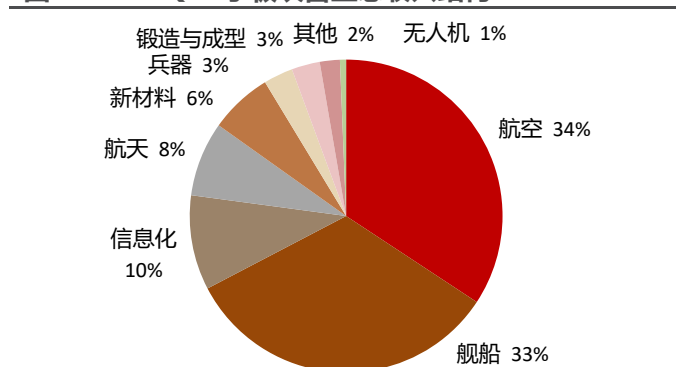
图18：子板块归母净利润同比增速：1~3Q25 VS 1~3Q24



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

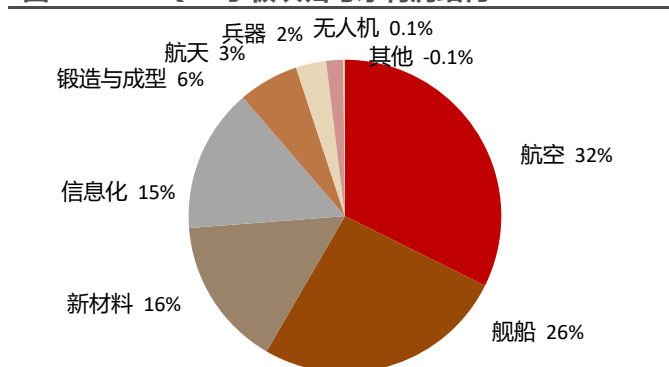
1~3Q25 舰船、兵器板块净利率提升。1~3Q25，1) 子板块营业总收入/归母净利润结构：航空占比分别为 34%/32%；舰船占比分别为 33%/26%；信息化占比分别为 10%/15%；航天占比分别为 8%/3%；新材料占比分别为 6%/16%；兵器占比分别为 3%/2%；锻造与成型占比分别为 3%/6%。2) 子板块净利率：舰船 (+3.2ppt)、兵器 (+1.1ppt)、无人机 (+0.9ppt)、信息化 (+0.9ppt)、锻造与成型 (+0.1ppt) 板块净利率同比增加；航空、航天、新材料板块出现不同程度同比下滑，但新材料板块仍保持着高于其他板块的净利率水平，达到 18.9%。

图19：1~3Q25 子板块营业总收入结构



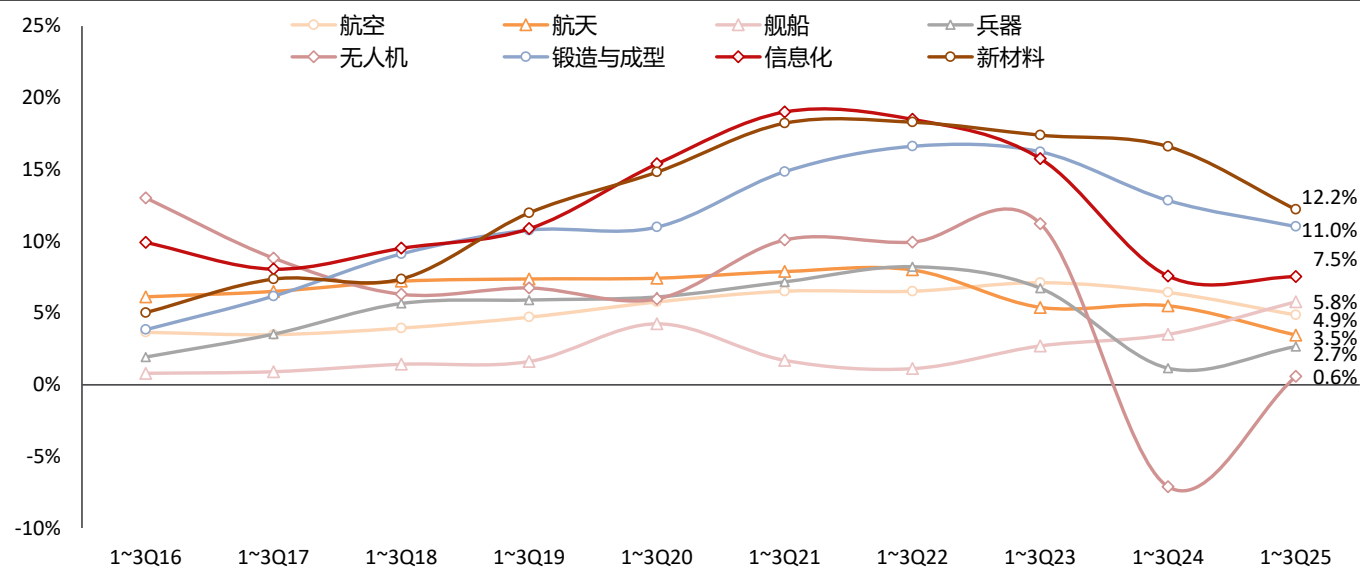
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图20：1~3Q25 子板块归母净利润结构



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

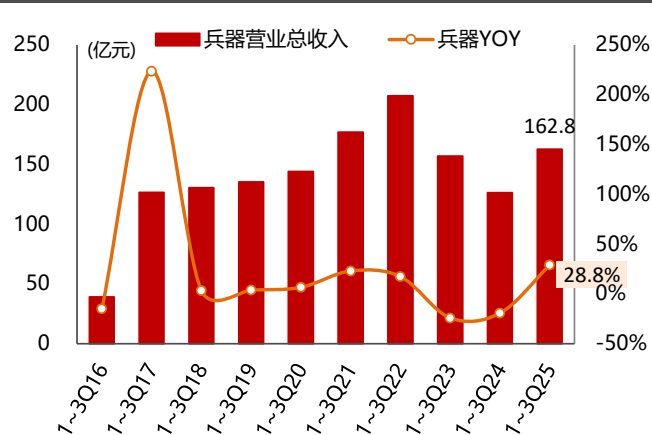
图21：1~3Q25，无人机、舰船、兵器板块净利率同比提升



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

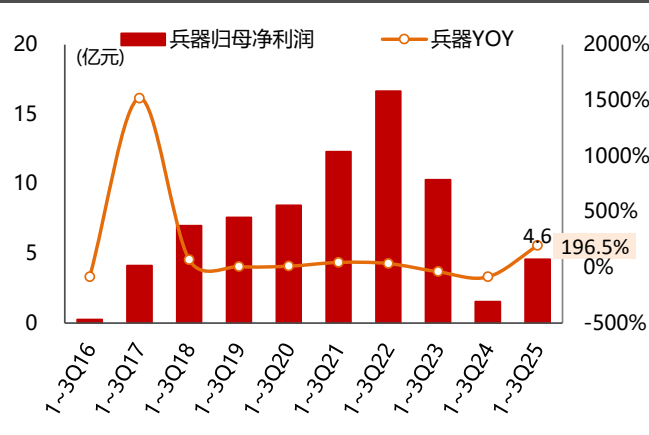
1~3Q25 兵器板块利润增速高于其他板块。1~3Q25，兵器板块实现营业收入162.8亿元，YOY +28.8%；归母净利润4.6亿元，YOY +196.5%。1-3Q23~1-3Q24，兵器业绩连续两年减少，且幅度逐渐加大，主要系订单不足、降价等因素影响所致；但需求在1~3Q25强势恢复，业绩也因此有了较大幅度增长。**1~3Q25，兵器重点个股归母净利润同比增速：**光电股份（+2132%）、内蒙一机（+6%）、北方导航（大幅扭亏）、长城军工（减亏）、中兵红箭（减亏）等。

图22：兵器板块营业总收入及同比增速



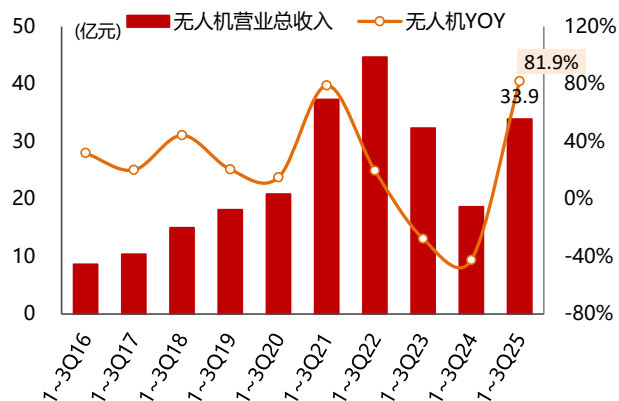
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图23：兵器板块归母净利润及同比增速

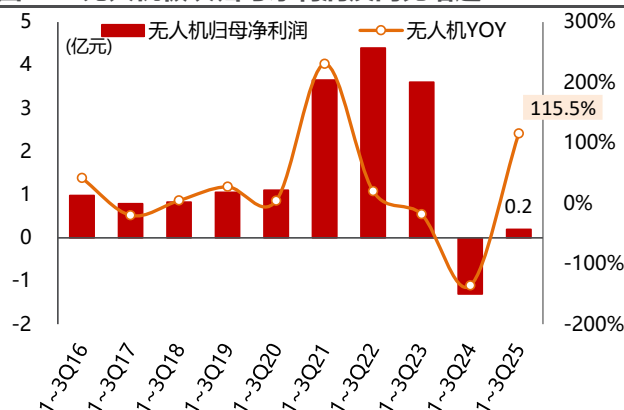


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

1~3Q25 无人机板块归母净利润同比扭亏。1~3Q25，无人机板块实现营业收入33.9亿元，YOY +81.9%；归母净利润0.2亿元，相较去年同期的-1.3亿元扭亏。**1~3Q25，无人机重点个股归母净利润同比增速：**中无人机（+319%）、纵横股份（+57%）、航天彩虹（+18%）等。

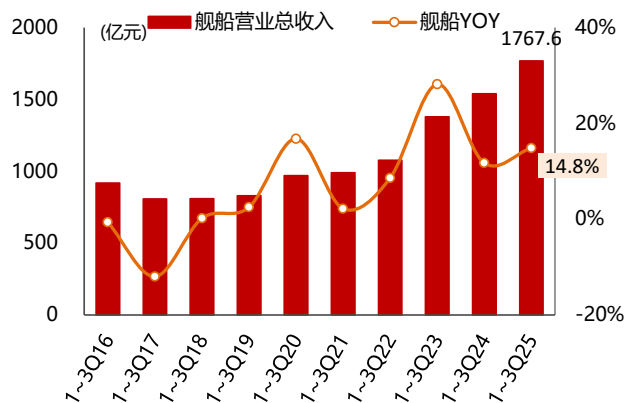
图24：无人机板块营业总收入及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

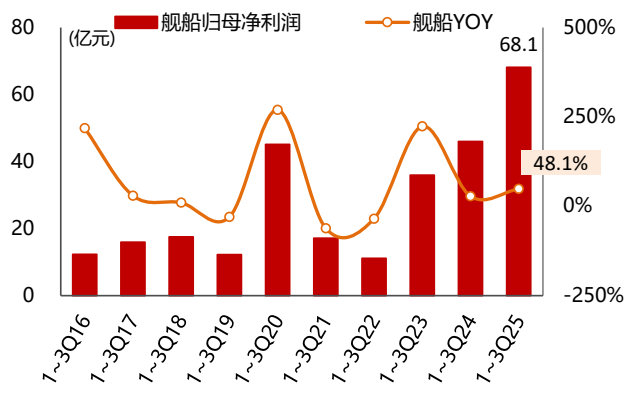
图25：无人机板块归母净利润及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

1~3Q25 舰船板块归母净利润同比增长 48.1%。1~3Q25，舰船板块实现营业收入 1767.6 亿元，YOY +14.8%；归母净利润 68.1 亿元，YOY +48.1%。历史上，船舶行业具有较强的周期性，归母净利润规模波动较大，且其周期较长，但自 2023 年开始，舰船板块业绩保持较快增速。**1~3Q25 舰船重点个股归母净利润同比增速：**中船防务（+250%）、中国船舶（+158%；有中国重工并表因素影响）、中国动力（+62%）等。

图26：舰船板块营业总收入及同比增速


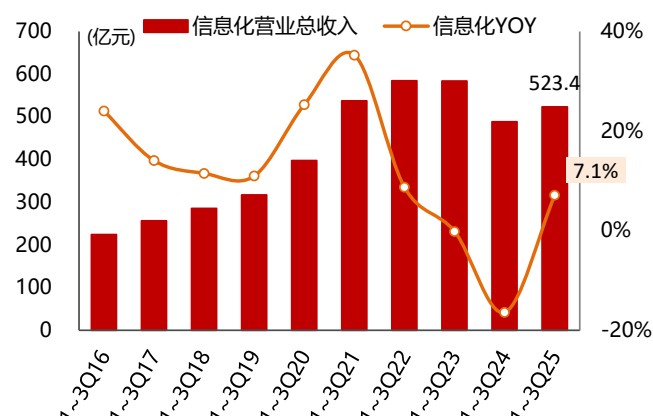
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图27：舰船板块归母净利润及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

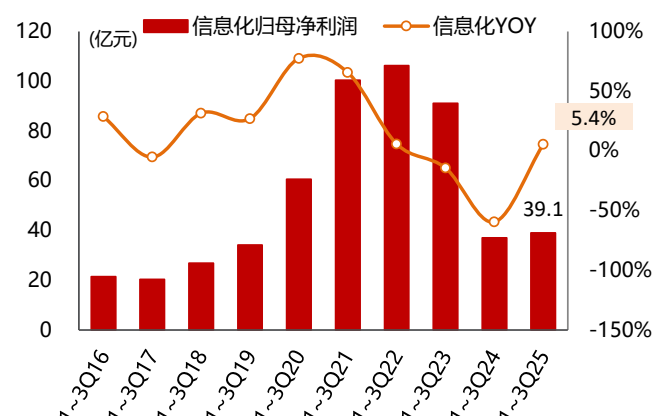
1~3Q25 信息化板块归母净利润同比增长 5.4%。1~3Q25，信息化板块实现营业收入 523.4 亿元，YOY +7.1%；归母净利润 39.1 亿元，YOY +5.4%。在需求恢复的驱动下业绩恢复式增长。与其他子板块稳健表现相比，信息化在 23~24 年呈现出波动较大的特点，或与其产品迭代速度快、价格压力大和减值较多等因素有关。**1~3Q25，信息化重点个股归母净利润同比增速：**高德红外（+1059%）、智明达（扭亏）、臻镭科技（+598%）、铖昌科技（扭亏）、航天南湖（扭亏）、晶品特装（扭亏）、鸿远电子（+75%）、盟升电子（+63%，续亏）、上海瀚讯（+47%，续亏）、睿创微纳（+46%）、火炬电子（+42%）、新雷能（+35%，续亏）、宏达电子（+25%）、紫光国微（+25%）、高华科技（+15%）、国睿科技（+1%）、振华科技（-3%）、国博电子（-19%）、振华风光（-63%）、陕西华达（转亏）等。

图28：信息化板块营业总收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

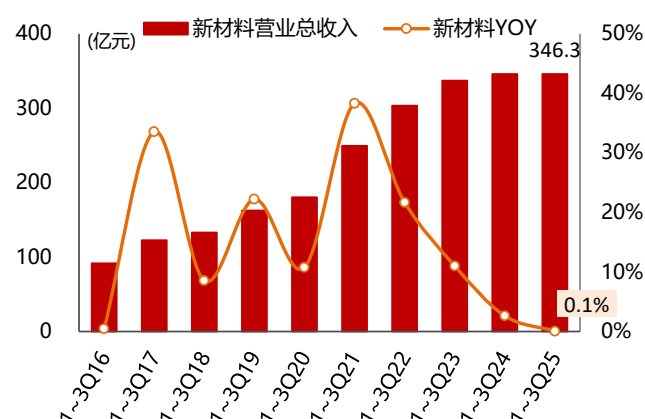
图29：信息化板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

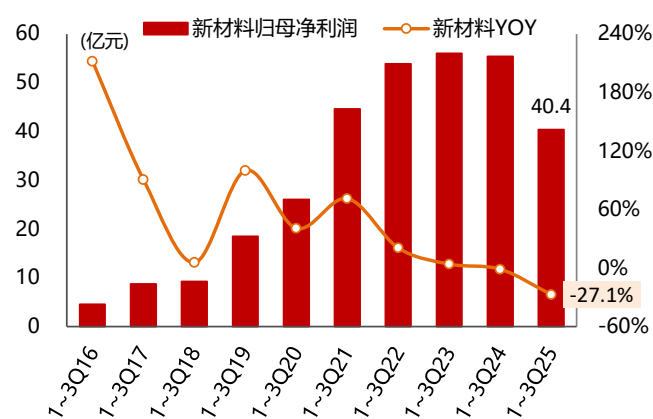
1~3Q25 新材料板块归母净利润同比减少 27.1%。1~3Q25，新材料板块实现营业收入 346.3 亿元，YOY +0.1%，2017 年以来营收端连续 9 年保持同比增长，但增速自 2022 年开始连续下降。实现归母净利润 40.4 亿元，YOY -27.1%，连续两年减少。**1~3Q25 新材料重点个股归母净利润同比增速：**菲利华（+42%）、中简科技（+25%）、万泽股份（+22%）、隆达股份（+19%）、光启技术（+13%）、西部超导（+8%）、航材股份（-8%）、中航高科（-12%）、华秦科技（-21%）、光威复材（-33%）、宝钛股份（-44%）、钢研高纳（-47%）、西部材料（-50%）、图南股份（-52%）、抚顺特钢（转亏）等。

图30：新材料板块营业总收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图31：新材料板块归母净利润及同比增速

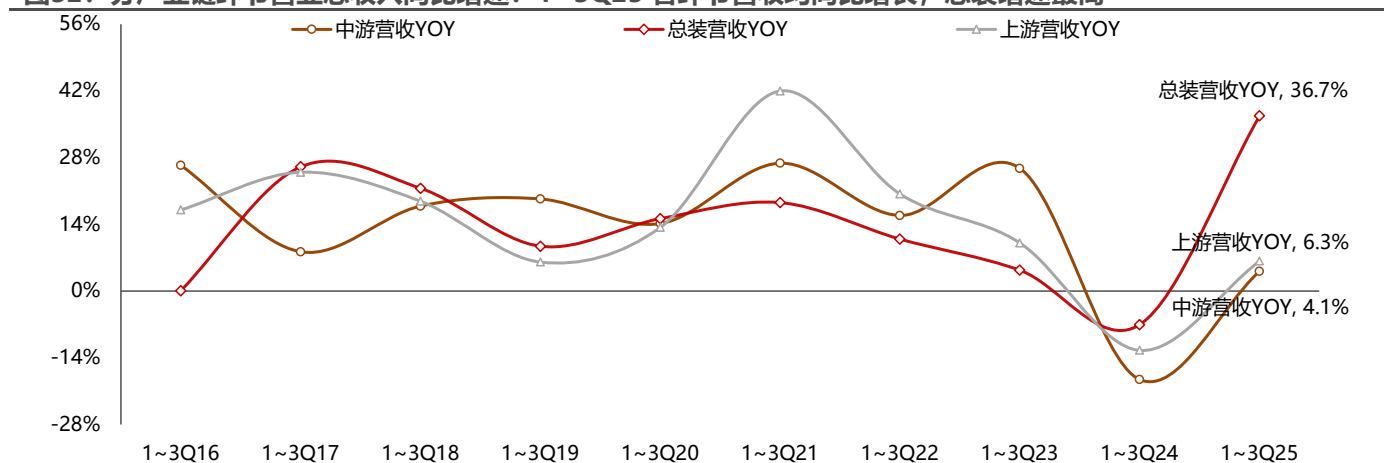


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

2.2 产业链：1~3Q25 各环节营收均恢复同比增长

收入端：1~3Q25 总装同比增速较快。我们分析 1-3Q2016 到 1-3Q2025 各产业链环节营业总收入的同比增速可知，各环节趋势基本一致。**1~3Q25，1) 上游：营收同比增长 6.3%。2) 中游：营收同比增长 4.1%。3) 总装：营收同比增长 36.7%，**主要系中航成飞报表端营收规模增幅较高影响所致(1~3Q24 营收 11.9 亿元；1~3Q25 为 482.9 亿元，统计口径的原因)。我们注意到，1~3Q24 产业链各个环节营收首次同比减少，但 1~3Q25，随需求端恢复，各个环节均恢复增长。

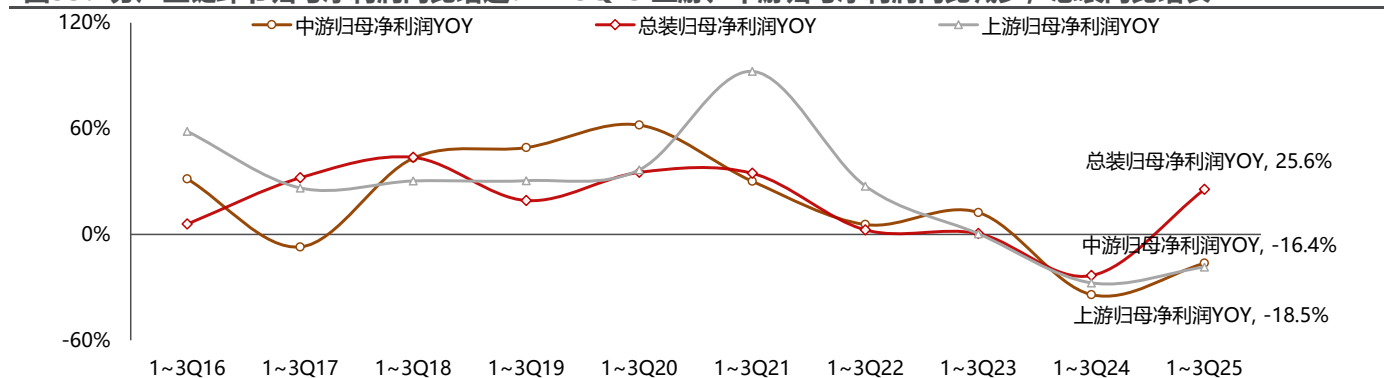
图32：分产业链环节营业总收入同比增速：1~3Q25 各环节营收均同比增长；总装增速最高



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

利润端：1~3Q25 下游总装实现同比增长。我们分析 1-3Q2016 到 1-3Q2025 各产业链环节归母净利润的同比增速发现，各环节趋势基本一致。1~3Q25，上游、中游、总装归母净利润同比增速分别是+25.6%、-16.4%、-18.5%，相较于 1~3Q24 同比增速均有所好转（正增长或下滑幅度收窄）。我们看到，产业链各环节利润端表现均弱于营收端，主要系降价、减值等影响所致，值得注意的是，中游较总装而言，受到价格追溯的影响更大，而这种影响对上游来说更多是结构化的，原因是部分产品不涉及审价。

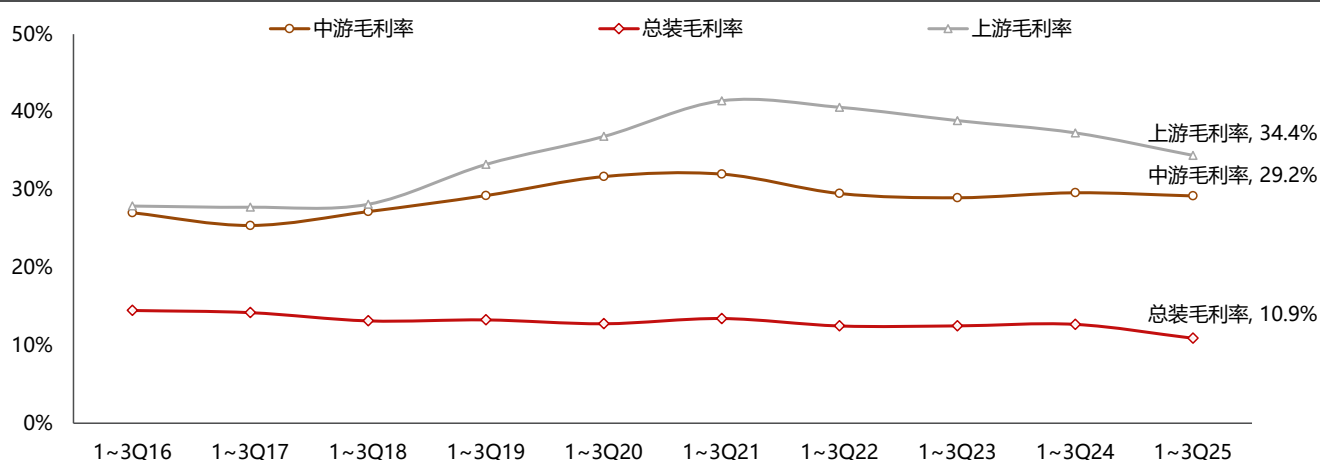
图33：分产业链环节归母净利润同比增速：1~3Q25 上游、中游归母净利润同比减少；总装同比增长



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

毛利率：1~3Q25 各环节毛利率均承压，“链长”作用尚未体现。我们分析 1-3Q2016 到 1-3Q2025 各产业链环节毛利率：**1) 上游：**1~3Q21 及之前，毛利率总体呈上升态势且增幅较快，1~3Q2021 达到 41.4%；但自 1~3Q2022 开始，毛利率连续 4 年同比下滑，产品价格下降或为主要影响因素。**2) 中游：**1-3Q2016 到 1-3Q2025，毛利率呈先升后降态势，1~3Q2022 同比下滑 2.5ppt 至 29.5%，主要系国产替代带来的上游采购成本增加所致，自此，毛利率总体企稳。**3) 总装：**1-3Q2016 到 1-3Q2025，毛利率在 10.9%~14.5%波动，波动较小，总体稳定。但理论上主机厂“链长”地位带来的利润率提升，目前仍尚未体现出来。

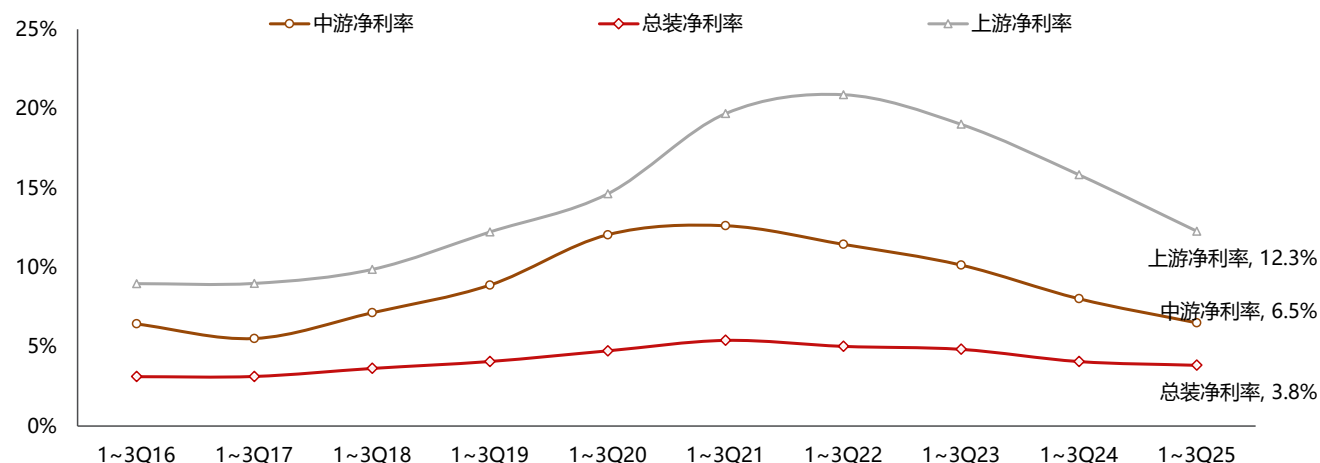
图34：分产业链环节毛利率：1~3Q25 各环节毛利率均同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

净利率：1~3Q25 总装同比下滑幅度最小。我们分析 1-3Q2016 到 1-3Q2025 各产业链环节净利率：**1) 上游：**净利率高于其他环节，但自 1~3Q23 开始呈快速下降趋势，1~3Q25 同比下滑 3.6ppt 至 12.3%。**2) 中游：**1~3Q22 以来净利率连续 4 年同比下滑且幅度也较大，1~3Q25 同比下滑 1.5ppt 至 6.5%。**3) 总装：**净利率较其他环节低但波动较小，1~3Q25 同比下滑 0.2ppt 至 3.8%。

图35：分产业链环节净利率：1~3Q25 总装净利率同比下滑 0.2ppt 至 3.8%，降幅较其他环节更小



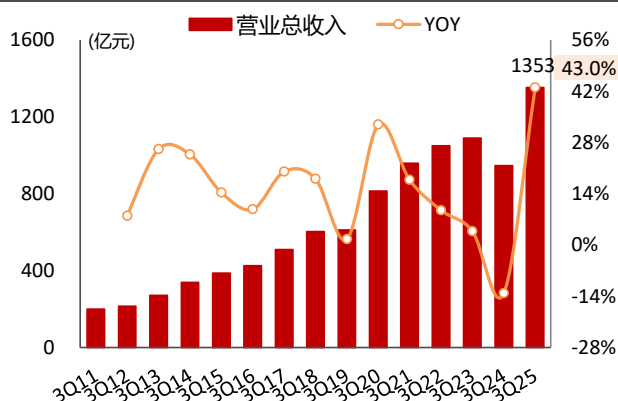
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

3 3Q25 军工营收同比+43.0%; 利润同比+19.5%

3Q25 行业营业总收入恢复增长; 归母净利润首次恢复正增长。3Q25, 民生军工成分(不含舰船)实现营业总收入 1353 亿元, YOY +43.0%, 环比增速-1.0%.; 归母净利润 64 亿元, YOY +19.5%, 利润增速小于收入增速。若包含舰船板块, 实现营业总收入 2249 亿元, YOY +51.3%; 归母净利润 90 亿元, YOY +27.4%。

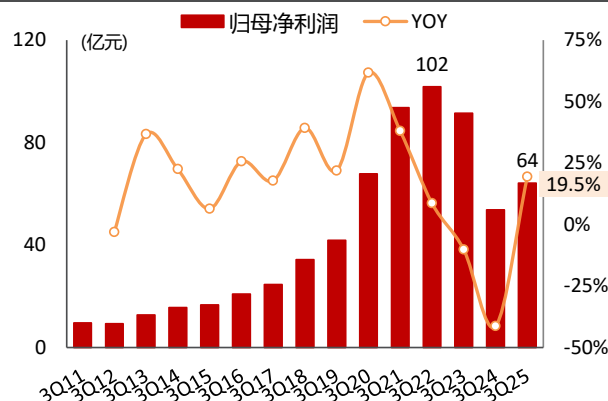
1) 营收端: 3Q25 在需求端恢复的驱动下, 同比增速较高, 规模也为 2011 年以来的单季度新高(3Q24 营收同比下滑, 今年有所反弹)。**2) 利润端:** 3Q25 归母净利润也有恢复式增长, 但相较营收同比增幅仍有差距, 主要系降价、减值等影响所致。但如果我们回顾年初以来季度情况: 1Q25, 行业归母净利润同比减少 34.2%, 2Q25 同比减少 9.5%; 3Q25 同比增长 19.5%。如我们此前所判断, 今年 Q3 行业利润同比增速首次实现正增长, 具有较强的象征意义。

图36: 三度行业营业总收入及同比增速



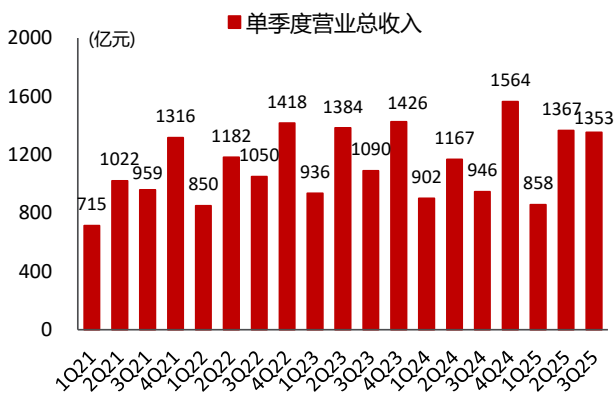
资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

图37: 三季度行业归母净利润及同比增速



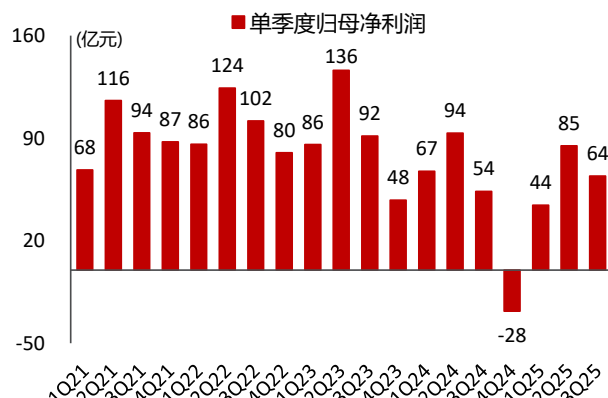
资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

图38: 行业单季度营业总收入: 3Q25 同比增长, 环比减少



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

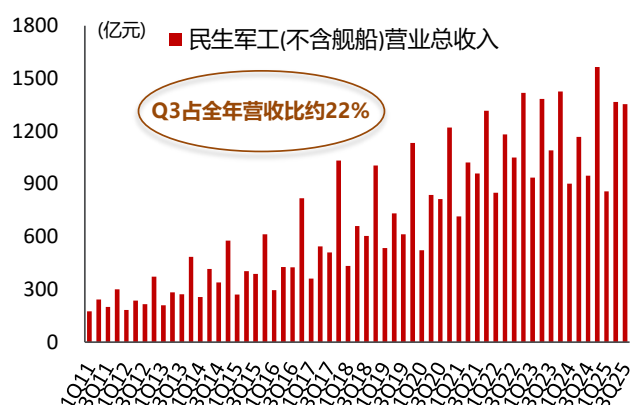
图39: 行业单季度归母净利润: 3Q25 同比增长, 环比减少



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

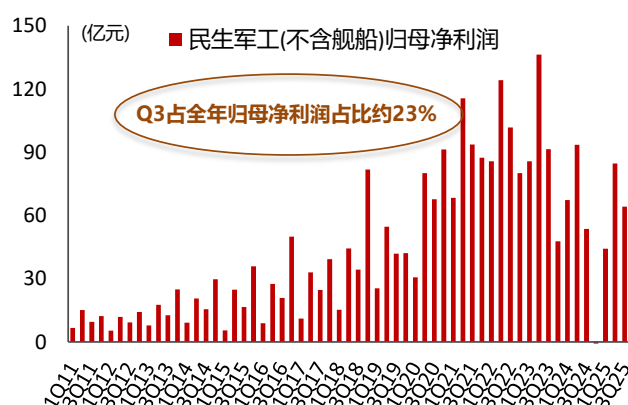
三季度营业总收入/归母净利润占全年 22%/23%。我们分析 2011~2024 年单季度数据发现，三季度营业总收入占全年比例为 22%；归母净利润占全年比例为 23%。从全年维度看，四个季度营业总收入占比分别为 17%、25%、22%、36%；归母净利润占比分别为 12%、30%、23%、35%。一般来看，行业二季度和四季度的营业总收入及归母净利润在全年四个季度中占比较高；一季度和三季度则占比相对较低。

图40：三季度占全年营业总收入比约为 22%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

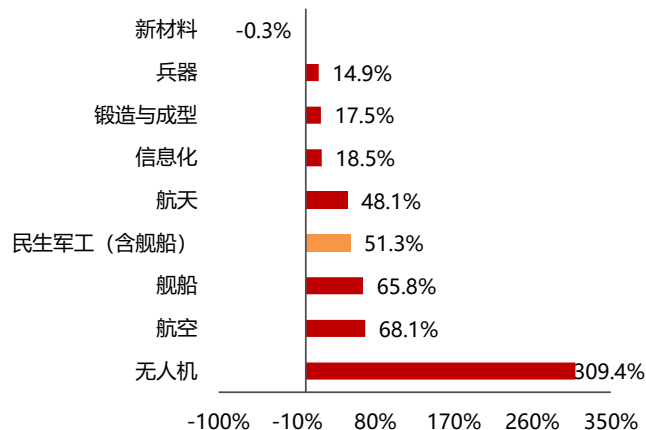
图41：三季度占全年归母净利润比约为 23%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

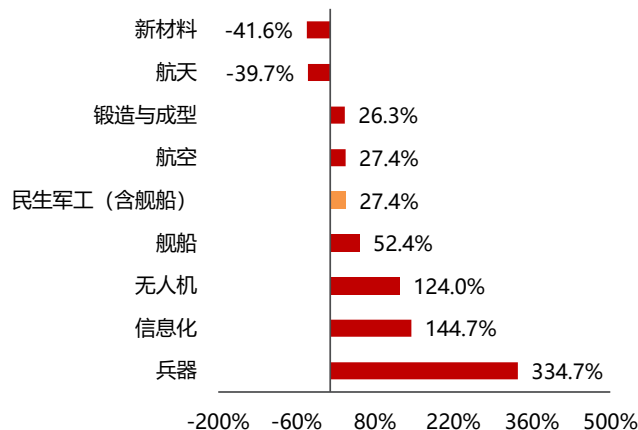
3Q25 兵器板块利润增速较高。1) 营收端：3Q25，无人机 (+309.4%)、航空 (+68.1%)、舰船 (+65.8%)、航天 (+48.1%)、信息化 (+18.5%)、锻造与成型 (+17.5%)、兵器 (+14.9%) 板块营收均实现同比增长；仅新材料板块 (-0.3%) 同比下滑。**2) 利润端：**3Q25，兵器 (+334.7%)、信息化 (+144.7%)、无人机 (+124.0%)、舰船 (+52.4%)、航空 (+27.4%)、锻造与成型 (+26.3%) 各板块归母净利润均实现同比增长。航天 (-39.7%)、新材料 (-41.6%) 板块同比下滑。

图42：3Q25 子板块营业总收入同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图43：3Q25 子板块归母净利润同比增速



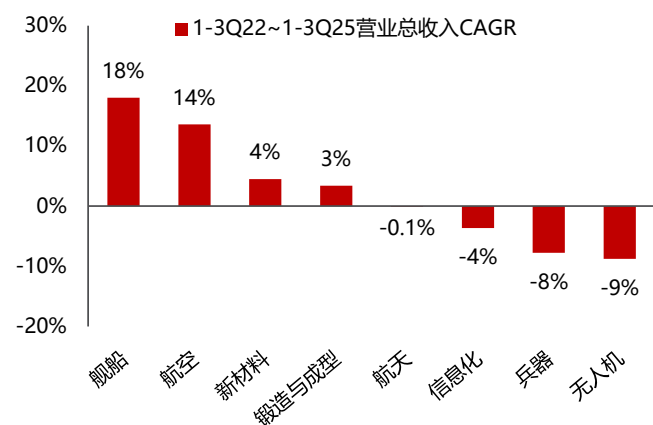
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

4 三年维度：总装环节业绩复合增速最高

子板块三年 GAGR：舰船板块营业总收入及归母净利润增速最高。1) 营收端：

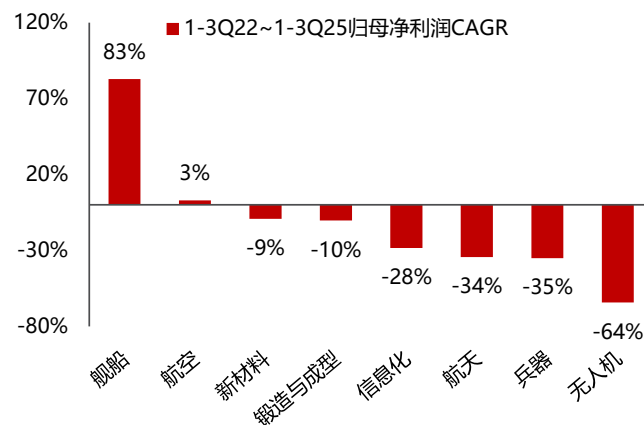
1-3Q22~1-3Q25，舰船、航空板块 CAGR 领先于其他板块，分别为 18%、14%；新材料、锻造与成型板块也实现了正增长，增速分别为 4%、3%；其余板块均出现不同程度的下滑。2) 利润端：1-3Q22~1-3Q25，舰船、航空板块实现复合正增长，CAGR 分别为 83%、3%；其余板块均出现不同程度的下滑，其中，无人机、兵器、航天板块 CAGR 分别为-64%、-35%、-34%，受到需求端波动、降价等影响较大。

图44：1-3Q22~1-3Q25 舰船、航空板块营业总收入 CAGR 较高



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图45：1-3Q22~1-3Q25 舰船、航空板块归母净利润实现复合正增长

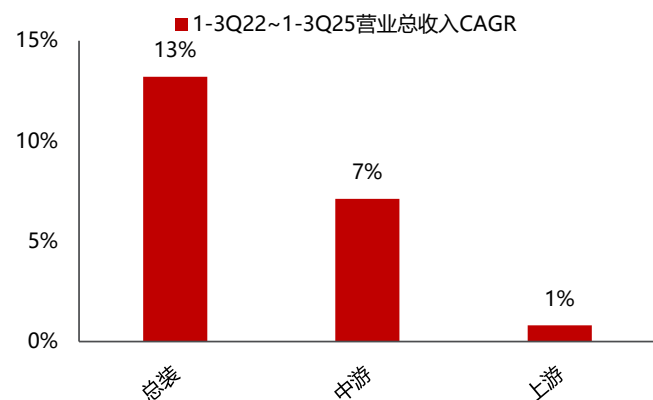


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

产业链三年 CAGR：总装环节业绩复合增速最高。1) 营收端：1-3Q22~1-

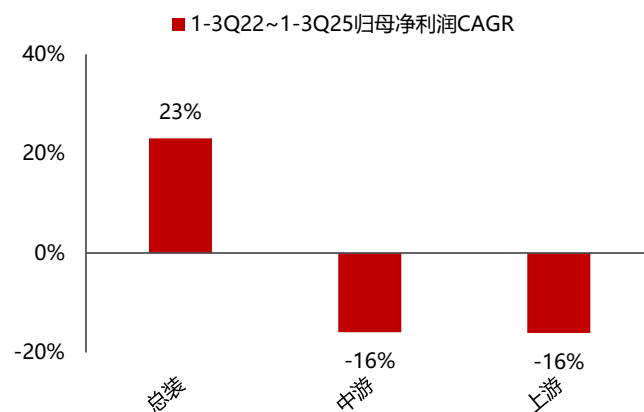
3Q25，总装 CAGR 领先于其他环节，为 13%；中游、上游环节也实现了正增长，CAGR 分别为 7%、1%。2) 利润端：1-3Q22~1-3Q25，总装环节 CAGR 为 23%，实现复合正增长，中游、下游环节 CAGR 分别是-16%、-16%。

图46：1-3Q22~1-3Q25 总装营业总收入 CAGR 最高



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图47：1-3Q22~1-3Q25 总装实现归母净利润复合正增长



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

5 风险提示

1) 产品交付不确定性。国防军工行业产品的采购和交付一般都具有高度的计划性和确定性，但产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻，进而影响公司的收入确认。

2) 产品价格下降。国防军工行业下游装备有低成本化趋势，价格下降后向全产业链传导压力，产业链各环节企业或将面临产品价格下降的风险。

3) 行业政策发生变化。国防军工企业产销规模与经营模式很大程度上取决于国家的国防政策，政策调整或对企业造成直接影响。

插图目录

图 1: 行业营业总收入规模趋势 (含/不含舰船)	3
图 2: 行业归母净利润规模趋势 (含/不含舰船)	3
图 3: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)	3
图 4: 行业归母净利润及同比增速 (不含舰船)	3
图 5: 1~3Q25 期间费用率同比减少 2.0ppt 至 13.1%	4
图 6: 1~3Q25 管理、销售、研发费用率均同比减少	4
图 7: 1-3Q22~1-3Q25, 行业毛利率及净利率连续 4 年下滑	4
图 8: 1-3Q11~1-3Q25, 行业总资产周转率总体呈下降趋势	4
图 9: 行业存货余额及占营业总收入比例	5
图 10: 行业存货及营业总收入同比增速对比	5
图 11: 行业应收余额及占营业总收入比例	5
图 12: 行业应收及营业总收入同比增速对比	5
图 13: 行业资产减值损失	6
图 14: 行业信用减值损失	6
图 15: 行业经营活动产生的现金流净额	6
图 16: 行业经营活动现金流入及流出小计	6
图 17: 子板块营业总收入同比增速: 1~3Q25 VS 1~3Q24	7
图 18: 子板块归母净利润同比增速: 1~3Q25 VS 1~3Q24	7
图 19: 1~3Q25 子板块营业总收入结构	7
图 20: 1~3Q25 子板块归母净利润结构	7
图 21: 1~3Q25, 无人机、舰船、兵器板块净利率同比提升	8
图 22: 兵器板块营业总收入及同比增速	8
图 23: 兵器板块归母净利润及同比增速	8
图 24: 无人机板块营业总收入及同比增速	9
图 25: 无人机板块归母净利润及同比增速	9
图 26: 舰船板块营业总收入及同比增速	9
图 27: 舰船板块归母净利润及同比增速	9
图 28: 信息化板块营业总收入及同比增速	10
图 29: 信息化板块归母净利润及同比增速	10
图 30: 新材料板块营业总收入及同比增速	10
图 31: 新材料板块归母净利润及同比增速	10
图 32: 分产业链环节营业总收入同比增速: 1~3Q25 各环节营收均同比增长; 总装增速最高	11
图 33: 分产业链环节归母净利润同比增速: 1~3Q25 上游、中游归母净利润同比减少; 总装同比增长	11
图 34: 分产业链环节毛利率: 1~3Q25 各环节毛利率均同比下滑	12
图 35: 分产业链环节净利率: 1~3Q25 总装净利率同比下滑 0.2ppt 至 3.8%, 降幅较其他环节更小	12
图 36: 三度行业营业总收入及同比增速	13
图 37: 三季度行业归母净利润及同比增速	13
图 38: 行业单季度营业总收入: 3Q25 同比增长, 环比减少	13
图 39: 行业单季度归母净利润: 3Q25 同比增长, 环比减少	13
图 40: 三季度占全年营业总收入比约为 22%	14
图 41: 三季度占全年归母净利润比约为 23%	14
图 42: 3Q25 子板块营业总收入同比增速	14
图 43: 3Q25 子板块归母净利润同比增速	14
图 44: 1-3Q22~1-3Q25 舰船、航空板块营业总收入 CAGR 较高	15
图 45: 1-3Q22~1-3Q25 舰船、航空板块归母净利润实现复合正增长	15
图 46: 1-3Q22~1-3Q25 总装营业总收入 CAGR 最高	15
图 47: 1-3Q22~1-3Q25 总装实现归母净利润复合正增长	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048