

证券研究报告

2025年05月23日

行业报告 | 行业投资策略

国防军工

2024A&2025Q1报表分析： 困境突围，曙光渐现

作者：

分析师 王泽宇 SAC执业证书编号：S1110523070002

分析师 赵博轩 SAC执业证书编号：S1110525020002



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- 2024年年报数据显示，板块整体复苏力偏弱，高基数下经营业绩下滑显著，国防军工板块2024年实现营业总收入共6807.66亿元(YOY-2.09%)，归母净利润242.19亿元(YOY-38.69%)。2024年板块受审价等消极因素影响显著，除海洋装备外均出现了经营业绩较大幅度的下滑，但板块毛利率基本企稳。**部分方向正在逐步消化完成上一轮周期影响，板块2025年有望迎来继2021年后的新一轮采购周期，伴随消极因素逐步落地出清，板块经营业绩有望实现逐步反弹。**
- 2025年一季报数据显示，板块整体复苏力偏弱，高基数下经营业绩下滑显著，国防军工板块2025年一季度实现营业总收入共1301.10亿元(YOY-2.84%)，归母净利润62.20亿元(YOY-18.37%)。**但上游补库存释放积极信号，军工上游的军工电子被动元器件25Q1实现营业收入增长12.03%，率先完成去库存阶段并进入主动补库存阶段。2025年为十四五收官之年，我们认为军工中长期任务目标与关键节点未变，在此之下多板块有望逐步完成去库存阶段转向补库存阶段，板块或将开启盈利能力修复，经营业绩有望进入复苏通道。**
- 板块逐步复苏之下，各细分赛道/个股结构性分化日益凸显，导弹等方向中下游2025年经营计划&关联交易额大幅提升，结构性供需错配下多环节固定资产+在建工程仍保持10%以上的持续增长。**业绩和订单所处的下行周期与供给侧的持续上行周期共存是非对称式的，我们认为军工板块中长期基本面坚实，产业端正不断构建稀缺供给侧能力，或为新一轮订单框架及武器装备持续升级换代积蓄动能。**

投资建议：中短期关注新一轮订单周期之下，交付加速带来的产能利用率提升、可变成成本下降后，企业困境局面翻转；中长期关注装备采购及供应体系变革带来的改革红利，注重企业参与生产的装备型号方向的战略战术重要性，工艺、材料、器件的创新性领先性，优选兼具体系改革红利与战略战术趋势变化下技术垄断性企业。

建议关注：

- (1) 大飞机&商发国产化【**润贝航科、航发科技、隆达股份、航亚科技**】；
- (2) 军贸体系跨越式变化【**航天南湖、国睿科技、中无人机（与机械组联合覆盖）、航天电子、晶品特装、国科天成、高德红外**】；
- (3) 装备体系改革潜力释放&平台型上市公司【**航发控制（与电子组联合覆盖）、中航电测、中航沈飞、航发动力、江航装备、航材股份、中航重机、中航西飞、中航成飞**】；
- (4) 新一代航空装备体系【**洪都航空、火炬电子（与电子组联合覆盖）、中航高科、中简科技、光威复材**】；航发——返回料体系【**中航重机、隆达股份（与金属组联合覆盖）、图南股份（与金属组联合覆盖）**】；
- (5) 低成本弹药（远程火箭弹【**北方导航、中兵红箭、长盈通（与通信组联合覆盖）**】、精确制导炸弹【**长城军工、广联航空、芯动联科**】、火工品【**国泰集团（与化工组联合覆盖）、国科军工、金奥博**】）；
- (6) 网络信息化跨越化发展：数据链与通信【**七一二（与通信组联合覆盖）、海格通信（通信组覆盖）、新劲刚、南京熊猫**】；电子对抗【**盟升电子、四川九洲**】；
- (7) 海洋装备：电磁装备【**湘电股份**】；核心材料及电子配套【**宝钛股份、中国海防、西部材料、金天钛业**】；
- (8) 陆地装备：【**内蒙一机、睿创微纳、国科天成、晶品特装、天微电子**】
- (9) 军民融合下的新质生产力：低空经济【**莱斯信息、司南导航、四创电子、万丰奥威、亿航智能、中信海直、宗申动力**】；商业航天【**上海瀚讯、铖昌科技、臻镭科技、中国卫星、陕西华达、思科瑞**】

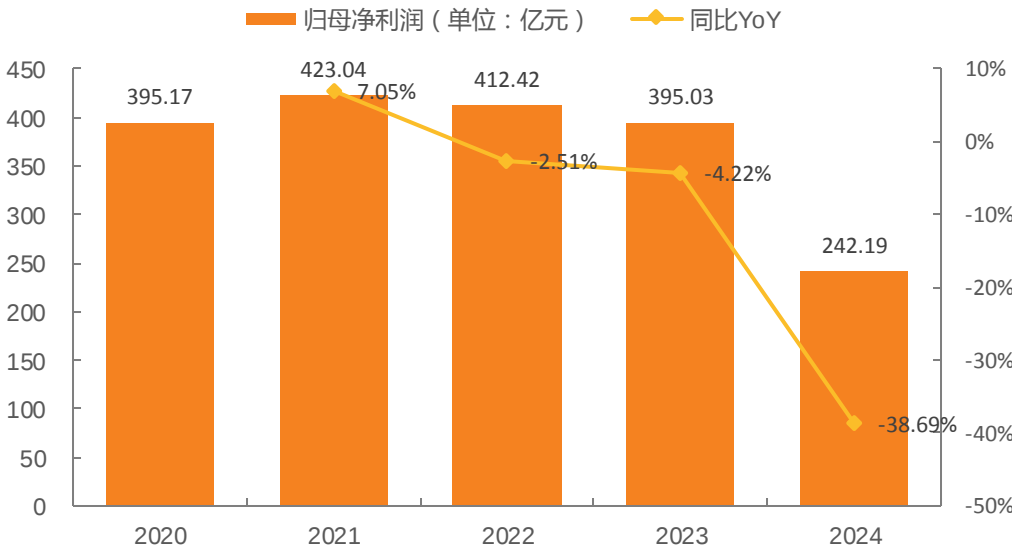
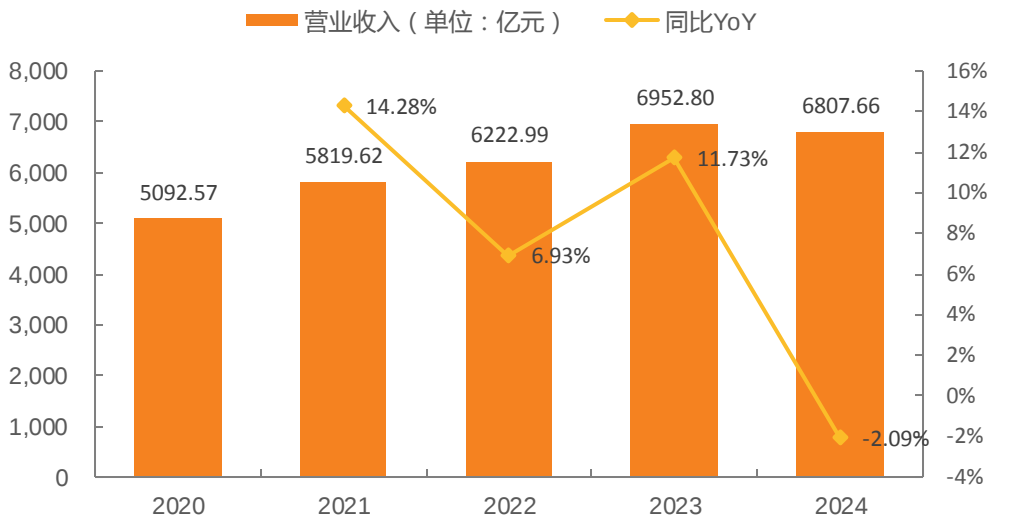
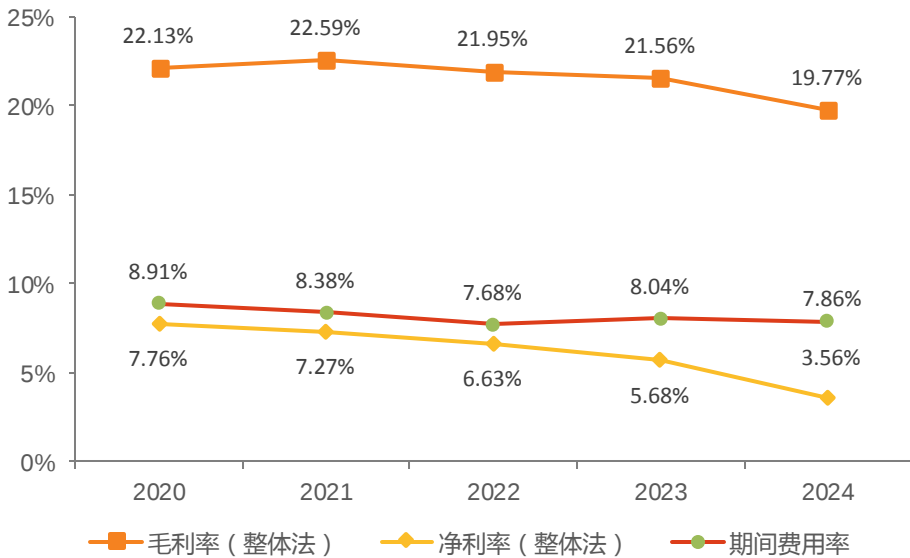
风险提示：市场波动性风险、军品订单节奏风险、新装备研制列装不达预期、国企改革进程不达预期、产能建设进程不达预期

2024年回顾

消极因素集中体现，盈利能力承压显著

2024年年报分析：消极因素集中落地，或将逐步转入业绩修复阶段

➤ 审价及订单延迟等因素影响显著，经营业绩下滑显著。国防军工板块2024年实现营业总收入共6807.66亿元(YOY-2.09%)，归母净利润242.19亿元(YOY-38.69%)；实现毛利率19.77% (YOY-1.79pcts)，期间费用率7.86% (YOY-0.18pcts)，净利率3.56% (YOY-2.12cts)。2024年受订单延迟交付影响，营收增长相对放缓。盈利能力方面，审价因素扰动带来板块盈利能力下滑。我们认为，2024年审价等因素已在报表体现，展望2025年待新一轮订单周期重启，板块或将开启盈利能力修复，经营业绩有望进入复苏通道。



2024年年报分析：影响因素集中落地板块集体承压，需求短期承压下供给侧持续储能

- 在审价等影响因素集中落地下，除民品占比较高的水上水下装备还处于高景气成长区间，其他细分赛道均受拖累表现不佳。
- 面向十五五新质战斗力提升需求，部分方向短期需求虽出现波动，但产能端仍持续提升，国防军工板块2024年固定资产+在建工程增速为6.86%。业绩和订单所处的下行周期与供给侧的持续上行周期共存是非对称式的，我们认为军不断构建稀缺供给侧能力，或为新一轮订单框架及武器装备持续升级换代积蓄动能，待新一轮装备采购周期上行之时，有望充分凸显产业弹性。工板块中长期基本面坚实，产业端正

板块情况	存货增速	预收款+合同负债增速	预付款项增速	固定资产+在建工程增速	应收票据及账款增速	应付票据及账款增速
国防军工板块整体	3.59%	-5.50%	1.71%	6.86%	10.07%	10.22%
天风军工核心标的	6.29%	-37.46%	-38.78%	15.70%	18.76%	17.63%
航空主机厂	5.97%	-35.77%	-36.85%	14.94%	37.05%	21.91%
新材料	13.31%	-11.16%	-14.54%	15.80%	12.88%	16.69%
航空航天中游配套	-15.41%	-18.44%	-17.64%	-13.67%	-9.40%	-14.82%
航空航天中间工序	19.91%	-4.96%	10.02%	25.29%	17.40%	17.66%
军工电子：被动元器件	14.17%	-19.24%	6.39%	20.32%	13.98%	27.76%
军工电子：有源器件	-3.12%	-41.73%	-18.83%	17.62%	-1.47%	-5.94%
航天	-0.14%	-6.02%	7.49%	0.39%	0.02%	2.23%
导弹	8.92%	27.63%	2.94%	7.87%	4.96%	-1.03%
信息化	-10.48%	-11.02%	13.80%	2.42%	0.89%	-12.21%
地面兵装	4.99%	-46.99%	25.43%	6.30%	4.57%	11.71%
水上水下装备	0.83%	13.36%	31.92%	-4.36%	-11.16%	1.31%

板块情况	营业收入增速	归母净利润增速	毛利率			净利率		
			2023	2024	增减	2023	2024	增减
国防军工板块整体	-2.09%	-38.69%	21.56%	19.77%	-1.79%	5.68%	3.56%	-2.12%
天风军工核心标的	-0.08%	-24.35%	20.65%	18.53%	-2.12%	8.35%	6.32%	-2.03%
航空主机厂	5.18%	-4.68%	10.09%	9.87%	-0.23%	3.75%	3.39%	-0.35%
新材料	1.19%	-6.98%	28.42%	28.49%	0.08%	13.99%	12.86%	-1.13%
航空航天中游配套	-15.16%	-18.23%	7.96%	7.98%	0.02%	80.18%	77.28%	-2.90%
航空航天中间工序	-1.74%	-35.48%	34.03%	29.64%	-4.40%	13.66%	8.97%	-4.69%
军工电子：被动元器件	-4.77%	-15.98%	38.41%	37.35%	-1.06%	15.53%	13.70%	-1.83%
军工电子：有源器件	-23.78%	-63.61%	60.83%	54.64%	-6.19%	27.97%	13.35%	-14.61%
航天	-16.04%	-132.38%	29.00%	29.20%	0.20%	4.65%	-1.79%	-6.44%
导弹	-13.24%	-81.27%	36.23%	34.06%	-2.18%	10.74%	2.32%	-8.42%
信息化	-20.74%	-540.12%	29.78%	28.97%	-0.81%	1.12%	-6.25%	-7.37%
地面兵装	-8.44%	-112.63%	25.87%	21.43%	-4.44%	7.00%	-0.97%	-7.97%
水上水下装备	4.26%	26.84%	13.21%	12.86%	-0.35%	3.09%	3.76%	0.67%

下游总装－主机厂：提质增效效果显著，不惧波动主机厂成长韧性凸显

- **航空主机厂**：2024年实现营收1760.53亿元(同比+5.18%)，实现归母净利润59.76亿元(同比-4.68%)，实现毛利率9.87%，同比下降0.23pcts；存货较2023年增长5.97%，合同负债+预收款与2023相比有所下降（-35.77%），固定资产+在建工程较2023年提升14.94%。
- **主机厂提质增效效果显著，审价因素带来部分主机盈利承压**：主机厂国企改革提质增效效果显著，国改主机龙头**中航沈飞**2024年实现归母净利润33.94亿元，同比+12.86%,归母净利率7.92%，同比+1.42pcts；**中航西飞**2024年实现归母净利率2.37%，同比+0.23pcts；**洪都航空**2024年实现归母净利润0.39亿元，同比+20.72%。但受审价因素影响，航发动力2024年实现归母净利润8.60亿元，同比下降39.48%。
- **2024年，下游主机厂大部分仍实现稳定增长，但受审价因素影响盈利能力略有承压。受益于主机厂链长地位的不断凸显，叠加产业链定价方式逐步向目标价格管理过渡，主机厂的供应链成本管控能力得到进一步加强，国企改革提质增效效果显著，整体主机厂环节仍较其他环节表现出了较好的成长韧性。**

航空主机厂								
建议关注：中航沈飞、中直股份、洪都航空、航发动力、中航西飞								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
1673.88	1760.53	5.18%	62.69	59.76	-4.68%	10.09%	9.87%	-0.23%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
855.23	906.32	5.97%	212.35	134.10	-36.85%	687.89	942.77	37.05%
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
455.44	523.49	14.94%	1206.02	1470.26	21.91%	442.73	284.36	-35.77%

军工新材料：板块阿尔法带来显著超额收益，强军民融合属性持续驱动成长

- 军工新材料：2024年实现营业收入461.01亿元，同比+1.19%；实现归母净利润59.29亿元，同比-6.98%。相较于其他板块，军工新材料受益于新型号新装备渗透率提升及强军民融合属性超额显著。
- 资产负债表端，板块整体存货达206.52亿元，同比+13.31%；应收票据及账款达272.26亿元，同比+12.88%；固定资产+在建工程达333.17亿元，同比+15.80%。基于中长期视角下新型武器装备对材料性能要求的不断提升，隐身材料及增材制造等新质战斗力方向牵引新材料产能持续扩张。
- 从具体细分赛道看，不同领域/个股业绩仍保持着显著分化的态势，细分赛道外部性因素影响（原材料成本影响、单一型号需求影响）及企业自身业务条线变化是带来分化的主要原因，因此该两大因素也将成为未来企业分化的主要核心变量。**整体来看，无人化、智能化装备对材料需求持续提升，同时强军民融合属性正持续凸显，民品应用军工新材料渗透率正持续提升，板块有望迎来多维度新一轮成长周期。**

新材料								
建议关注：抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、西部超导、宝钛股份、中航高科、西部材料、中简科技、光威复材等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
455.60	461.01	1.19%	63.75	59.29	-6.98%	28.42%	28.49%	0.08%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
182.27	206.52	13.31%	6.39	5.46	-14.54%	241.20	272.26	12.88%
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
287.70	333.17	15.80%	133.20	155.43	16.69%	14.12	12.55	-11.16%

军工元器件：主动去库存接近中后段，待信息化加深牵引新一轮备货周期

军工电子：被动元器件									
建议关注：火炬电子、鸿远电子、宏达电子、中航光电、航天电器等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长	
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024	
331.70	315.89	-4.77%	51.52	43.29	-15.98%	38.41%	37.35%	-1.06%	
资产负债表									
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%	
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024	
83.97	95.86	14.17%	1.99	2.12	6.39%	234.62	267.43	13.98%	
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%	
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024	
115.47	138.93	20.32%	127.43	162.80	27.76%	5.60	4.52	-19.24%	

军工电子：有源器件									
建议关注：振华风光、紫光国微、复旦微电、铖昌科技、臻镭科技、振华科技、新雷能、振芯科技等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长	
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024	
250.37	190.84	-23.78%	70.02	25.48	-63.61%	60.83%	54.64%	-6.19%	
资产负债表									
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%	
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024	
114.39	110.81	-3.12%	6.56	5.32	-18.83%	214.73	211.57	-1.47%	
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%	
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024	
66.35	78.04	17.62%	47.62	44.79	-5.94%	9.73	5.67	-41.73%	

- 军工电子-被动元器件建议关注包括中航光电、航天电器、宏达电子、火炬电子、鸿远电子等，整体看 2024 年实现营收 315.89 亿元，同比 -4.77%；归母净利润 43.29 亿元，同比 -15.98%；毛利率 37.35%，同比 -1.06pcts。板块整体存货达 95.86 亿元，较 2023 年增长 14.17%；固定资产及在建工程达 138.93 亿元，较 2023 年增长 20.32%。
- 军工电子-有源器件建议关注包括振华风光、紫光国微、臻镭科技、振华科技、振芯科技等，整体看 2024 年实现营收 190.84 亿元，同比 -23.78%；归母净利润 25.48 亿元，同比 -63.61%；毛利率 54.64%，同比 -6.19pcts。板块整体存货达 110.81 亿元，较 2023 年下降 3.12%；固定资产及在建工程达 78.04 亿元，较 2023 年增长 17.62%。
- 从24年全年看，主动去库存加速进行，军工电子整体预收款项+合同负债、预付款出现显著下滑，目前回落后仅高于2020年水平，板块整体或逐步转向被动去库存及主动补库存阶段。
- 我们认为，军工电子的投资逻辑已经从国产化替代存量渗透转变为信息化智能化无人化方向新型号带来的增量空间弹性。“十五五”初期新装备或可带来新一轮备货周期，需重点关注我军信息化建设进程加快，以及电子对抗、军工数据链等具体技术领域短板的进一步补齐，该趋势或对中上游军工电子有着重要牵引作用。

航空中游配套环节：产能收缩进一步集中，国产化及统型趋势下有望打开中长期成长空间

- **航空航发中游配套：** 2024年实现营收320.42亿元(-15.16%yoy)，归母净利润247.63亿元(-18.23% yoy)，实现毛利率7.98% (+0.02pcts)，存货达277.35亿元(-15.41% yoy)，合同负债+预收款项达242.12亿元(-18.44% yoy)，固定资产及在建工程达294.55亿元(-13.67% yoy)。航空产业链部分方向订单有所延后，2024年收入端出现下滑。国产化、统型等项目推进需要的高研发费用投入，板块盈利能力也承受了一定压力。整体来看资产负债表端略有收缩，板块处于主动去库存阶段，伴随中游环节整合及配套募资落地，产能集中化产业专业化持续提升，环节有望打开中长期成长空间。
- **国有资产整合：** 2022年国资委发布《提高央企上市公司质量工作方案》提出推进**国有资本布局优化和结构调整**，推动高质量发展，积极**稳妥推进混合所有制改革激发国有企业的活力**，健全市场化经营机制，加大正向激励力度，也由此提高效率。我们认为国企改革已进入执行窗口，优先关注股权激励机会与专业化整合机会，关注航空中游配套企业中，有望受益于**国企改革的标的**。

航空航发中游配套								
建议关注：中航机载、晨曦航空、北摩高科等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
377.69	320.42	-15.16%	302.83	247.63	-18.23%	7.96%	7.98%	0.02%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
327.88	277.35	-15.41%	292.20	240.65	-17.64%	373.33	338.25	-9.40%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
341.18	294.55	-13.67%	329.61	280.76	-14.82%	296.87	242.12	-18.44%

航空中间工序环节：主动去库存带来盈利能力承压，规模效应显著静待需求恢复

- 航空航发中间工序环节：2024 年实现营收 297.19 亿元（-1.74%yoy），归母净利润 26.66 亿元（-35.48%yoy），毛利率 29.64%（-4.40pcts yoy），存货达 152.65 亿元（+19.91%yoy），预收账款 + 合同负债达 13.67 亿元（-4.96%yoy），固定资产及在建工程 258.66 亿元（+25.29%yoy）。
- 航空航发环节受主机厂主动去库存持续展开，叠加产业链价格传导，中间工序环节收入利润仍承受压力，但整体来看收入下降收窄，尤其是新工艺新技术方向仍保持较好成长性。我们认为，中间工序环节仍为规模效应体现最为显著环节，伴随主动去库存持续开展，航空航发需求逐步修复，国产民机及商发等方向需求加速，中间工序环节具备优质弹性空间。
- 重点关注持续深度受益于**战斗机、发动机、无人机、商用飞机放量后主机厂的外协需求溢出**，中间环节企业在新业务/新工序方向**横向拓展、纵向拓展带来新的估值增量的投资机会**。

航空航发中间工序								
建议关注：中航重机、派克新材、航宇科技、铂力特、利君股份、爱乐达、三角防务等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
302.47	297.19	-1.74%	41.31	26.66	-35.48%	34.03%	29.64%	-4.40%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
127.30	152.65	19.91%	4.56	5.02	10.02%	199.48	234.18	17.40%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
206.44	258.66	25.29%	156.61	184.26	17.66%	14.38	13.67	-4.96%

导弹：合同负债大幅增长彰显增长信号，弹型分化下存在结构性供需错配

- 导弹板块建议关注包括中兵红箭、北方导航、国博电子、雷电微力、睿创微纳、盟升电子、菲利华、长盈通等，整体 2024 年实现营收 298.87 亿元，同比 -13.24%；归母净利润 6.93 亿元，同比 -81.27%；毛利率 34.06%，同比 -2.18pcts。整体来看，2024年导弹需求侧仍承受压力，同时研发任务加剧带来的费用提升拖累板块盈利能力。
- 从资产负债表角度来看，存货达 137.24 亿元，同比 +8.92%；预收账款 + 合同负债达 25.90 亿元，同比 +27.63%；固定资产及在建工程达 197.38 亿元，同比 +7.87%。导弹板块为少有的预收账款+合同负债增长的方向，叠加25年中下游关联交易及计划实现营业收入均大幅增长，板块景气度或持续修复，2025年有望逐步进入主动补库存阶段。
- 我们认为，导弹仍为未来精确打击作战的重点武器装备，过去两年导弹行业分化明显，远程精确打击、强突防能力、低成本化方向长期看仍供不应求，随着行业需求及供给端逐渐修复，叠加统标统型落地实施，十四五后期乃至十五五各板块间对比或优势明显。

导弹								
建议关注：中兵红箭、北方导航、国博电子、雷电微力、睿创微纳、盟升电子、菲利华、长盈通、航天电器等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
344.48	298.87	-13.24%	37.01	6.93	-81.27%	36.23%	34.06%	-2.18%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
126.00	137.24	8.92%	7.86	8.09	2.94%	231.70	243.18	4.96%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
182.98	197.38	7.87%	179.15	177.31	-1.03%	20.29	25.90	27.63%

信息化：24年表现显著低于板块平均，或逐步以新质新域方向开启新一轮成长

- 信息化板块建议关注包括佳缘科技、思科瑞、国博电子、新劲刚、七一二、海格通信、上海瀚讯、华如科技等，整体2024 年实现营收 363.05 亿元，同比 -20.74%；归母净利润 -22.67 亿元，同比 -540.12%；毛利率 28.97%，同比 -0.81pcts。板块整体存货达 188.00 亿元，较 2023 年下降 10.48%；固定资产及在建工程达 158.25 亿元，较 2023 年增长 2.42%；预收账款 + 合同负债达 40.14 亿元，较 2023 年下降 11.02%。
- 信息化板块相较于其他板块仍显著下滑，资产负债表端也无明显扩张迹象。综合来看，信息化、智能化、无人化装备或将在“十四五”、“十五五”及 2035 年远期具备高景气，军工电子板块有望在各类新型装备中作为信息化装备的有效抓手和实施载体，军工电子的投资逻辑已经从国产化替代存量渗透转变为信息化、智能化、无人化方向新型号带来的增量空间弹性，尤其是新域新质方向中的数据链及战场感知等细分领域，或将在逐步迈向十五五过程中牵引新一轮武器装备智能化、无人化成长性投资机会。

信息化								
建议关注：佳缘科技、思科瑞、睿创微纳、国博电子、国光电气、新劲刚、盟升电子、中科星图、七一二、海格通信等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
458.07	363.05	-20.74%	5.15	(22.67)	-540.12%	29.78%	28.97%	-0.81%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
210.01	188.00	-10.48%	9.65	10.99	13.80%	404.12	407.71	0.89%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
154.51	158.25	2.42%	276.17	242.46	-12.21%	45.11	40.14	-11.02%

航天：商业航天加速发展，板块内优质企业逐步走出强阿尔法属性

- **航天板块**建议关注包括中国卫星、中科星图、航天宏图、铖昌科技、航天智装等。整体 2024 年实现营收 603.56 亿元，同比 -16.04%；归母净利润 -10.82 亿元，同比 -132.38%；毛利率 29.20%，同比 +0.20pcts。航天板块2024年出现了较大幅度的利润下滑，主要系订单延迟带来的收入下滑及部分公司投资收益下滑所致。
- 从资产负债表来看，存货达 412.31 亿元，同比 -0.14%；固定资产及在建工程达 313.37 亿元，同比 +0.39%；预收账款 + 合同负债达 70.86 亿元，同比 -6.02%。整体来看，板块自2020年高速扩张后，资产负债表相对收缩，静待需求侧逐步释放。
- 2024年的单年发射次数及发射卫星质量持续创历史新高，同时商业航天实现了快速的增长，细分下游方向也在逐步开始展现出了广阔的军民空间 and 盈利能力，但标的层面良莠不齐，出现了显著分化。**未来放眼十四五末乃至十五五末，航天方向的建设或将不断提速。我国的航天产业特点也随大国战略竞争局势变化不断变化，目前多个环节格局未定，随着下游需求逐步释放，具备卡位优势企业具备高成长性及利润弹性。**

航天								
建议关注：中国卫星、中科星图、航天宏图、铖昌科技等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
718.88	603.56	-16.04%	33.42	(10.82)	-132.38%	29.00%	29.20%	0.20%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
412.89	412.31	-0.14%	53.16	57.14	7.49%	403.00	403.07	0.02%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
312.16	313.37	0.39%	325.08	331.96	2.12%	75.40	70.86	-6.02%

水上水下装备：民船换装大周期下盈利持续兑现，军品装备跨越式发展牵引中长期成长

- **水上水下装备板块**建议关注包括湘电股份、中国海防、中国船舶、中国动力等。整体看板块2024年实现营收1796.74亿元，同比增长4.26%；归母净利润67.59亿元，同比增长26.84%。2024年实现毛利率12.86%（-0.35pct yoy），存货达733.12亿元（+0.83%yoy），预收账款+合同负债达1084.13亿元（+13.36%yoy），固定资产及在建工程达630.64亿元（-4.36%yoy）。
- 细分来看，核心企业**中船防务**（营收同比+20.17%、归母净利润同比+684.86%）、**中国船舶**（营收同比+5.01%、归母净利润同比+22.21%）、**中国动力**（营收同比+14.62%、归母净利润同比+78.43%）。
- 2024年民用船舶在换装大周期下实现稳定增长，产能保持相对稳定，船舶价格上涨持续带来利润增厚。**军品类水上及水下装备**受益于海军建设综合化、大型化、体系化和无人化的发展趋势，正在加速开启无人化列装进程，目前海军发展正在由近海防御型向近海防御与远海防卫型结合转变，同时叠加军贸出口快速发展，海军装备力量的结构性转变升级及现代化推进将在较长维度上给予赛道优良成长性。

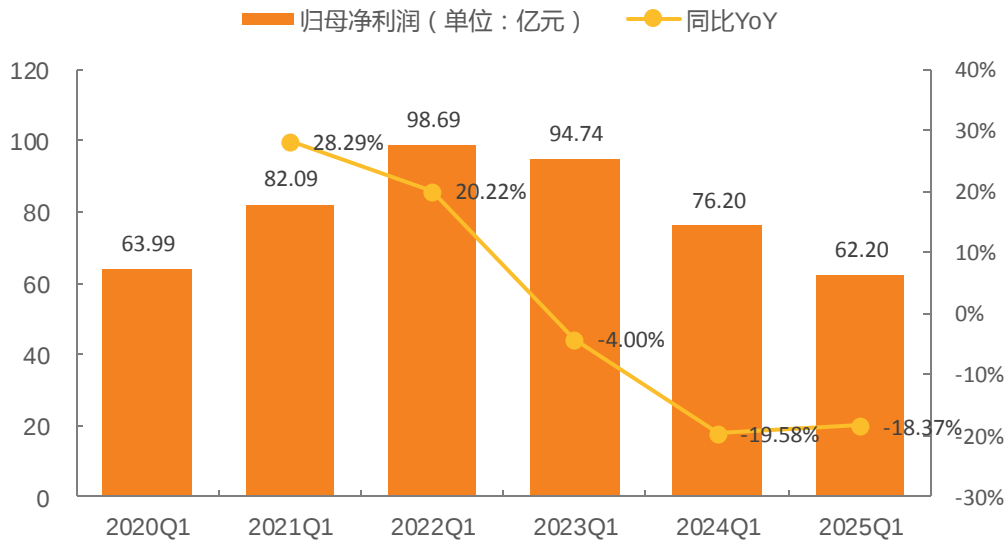
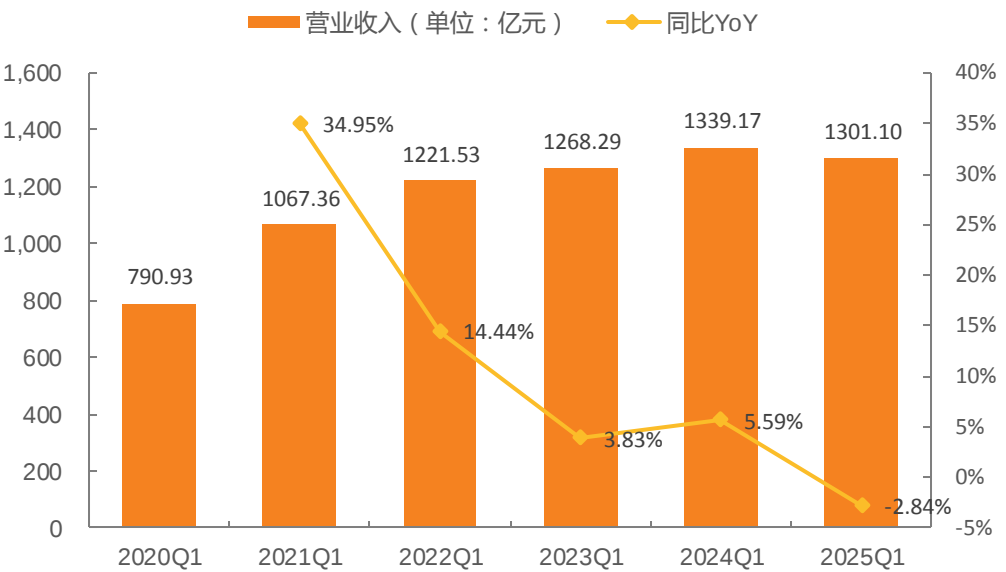
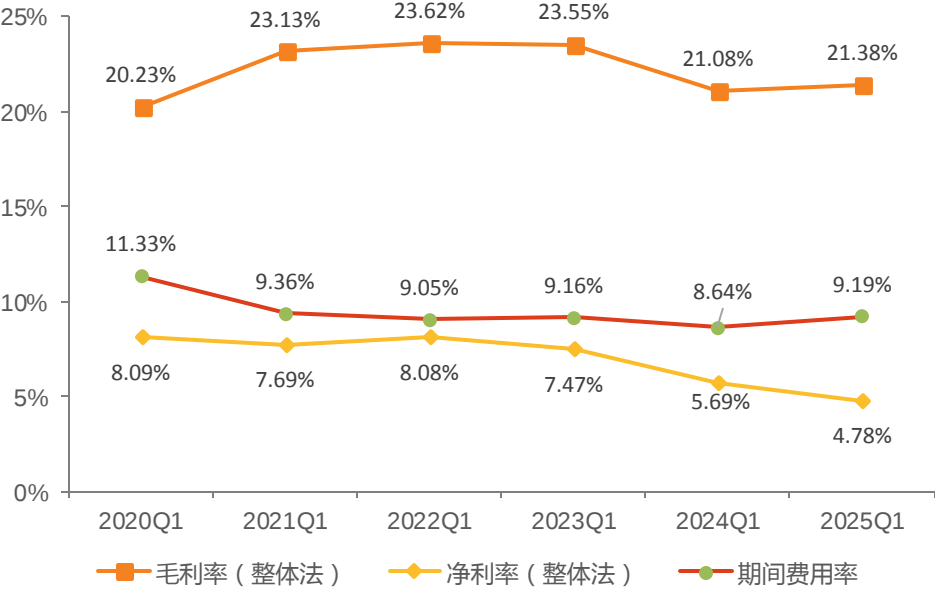
水上水下装备								
建议关注：湘电股份、中国海防、中国船舶、邦彦技术等等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
1723.26	1796.74	4.26%	53.29	67.59	26.84%	13.21%	12.86%	-0.35%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
727.09	733.12	0.83%	271.33	357.94	31.92%	501.33	445.38	-11.16%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2023	2024	2024	2023	2024	2024	2023	2024	2024
659.42	630.64	-4.36%	780.39	790.62	1.31%	956.38	1084.13	13.36%

2025年一季报分析

上游主动补库存彰显景气度修复信号，下游新方向需求凸显打开成长新篇章

2025年一季报分析：经营业绩持续下滑，新一轮订单周期下板块修复可期

➤ 板块整体经营业绩连续下滑，盈利复苏逐步显现。国防军工板块 2025 年一季度实现营业总收入共 1301.10 亿元（-2.84%yoy），归母净利润62.20亿元（-18.37%yoy）；实现毛利率 21.38%（+0.3pcts yoy），期间费用率 9.19%（+0.54pcts yoy），净利率4.78%（-0.91pcts yoy）。目前或处于新一轮订单周期启动前期，在去年景气扩张阶段高基数下，板块经营业绩出现显著下滑。但板块整体毛利率已经企稳，我们认为，当前处于十四五收官阶段，军工中长期任务目标与关键节点未变，上游补库存释放积极信号，新一轮订单周期有望逐步到来，板块后续或进入复苏阶段。



2025年一季报分析：扰动之下板块分化，下游新需求牵引板块表现

- 行业需求侧持续承压，但行业内部不同板块分化较为明显。我们认为上游被动元器件修复带来景气度修复信号，下游需求有望逐步进入修复轨道，同时新质战斗力方向——地面兵装、水下装备板块正凸显其高景气度成长性，强阿尔法属性板块优先有力反弹。
- 上游新材料及电子元器件：长鞭作用下具备高弹性环节之一，军工板块信号灯作用愈发显著，或逐步实现业绩修复。
- 中游配套、中间工序、信息化：营收业绩短期承压，新的下游需求有望横向拓展行业广度，打造行业第二增长曲线。
- 下游地面兵装与水上水下装备：营收增速显著优于其他环节正增环节，型号成熟度提升及自动化无人化要求下，下游换装需求逐步高企。

板块情况	存货增速	预收款+合同负债增速	预付款项增速	固定资产+在建工程增速	应收票据及账款增速	应付票据及账款增速
国防军工板块整体	2.81%	122.60%	-3.18%	5.36%	5.81%	8.90%
天风军工核心标的	2.91%	-24.19%	-33.73%	11.12%	11.10%	11.10%
航空主机厂	-2.23%	-23.55%	-31.15%	6.03%	19.05%	-7.72%
新材料	16.32%	-22.38%	-29.27%	14.94%	10.37%	23.15%
航空航发中游配套	0.59%	-38.86%	-26.11%	7.90%	7.21%	7.63%
航空航发中间工序	28.12%	-5.86%	25.30%	21.58%	14.44%	21.60%
军工电子：被动元器件	15.12%	-2.56%	7.07%	18.33%	17.40%	26.68%
军工电子：有源器件	-0.96%	-28.35%	-7.56%	12.53%	0.53%	-3.07%
航天	2.69%	-6.84%	1.62%	0.25%	-3.88%	3.04%
导弹	15.50%	15.57%	-8.89%	9.29%	-2.01%	4.06%
信息化	-1.43%	-2.14%	16.00%	6.09%	1.73%	-5.63%
地面兵装	6.45%	-31.73%	2.26%	5.64%	-2.83%	9.74%
水上水下装备	3.11%	6.59%	13.33%	-3.48%	-8.57%	6.24%

板块情况	营业收入增速	归母净利润增速	毛利率			净利率		
			2024Q1	2025Q1	增减	2024Q1	2025Q1	增减
国防军工板块整体	-2.84%	-18.37%	21.08%	21.38%	0.30%	5.69%	4.78%	-0.91%
天风军工核心标的	-7.99%	-20.05%	19.68%	19.88%	0.20%	8.02%	6.97%	-1.05%
航空主机厂	-15.64%	-26.50%	10.82%	10.30%	-0.52%	4.24%	3.69%	-0.55%
新材料	0.99%	-21.19%	27.28%	26.46%	-0.82%	14.61%	11.40%	-3.21%
航空航发中游配套	-10.03%	-46.78%	37.43%	30.41%	-7.02%	18.38%	10.88%	-7.51%
航空航发中间工序	-2.56%	-17.71%	33.42%	34.36%	0.94%	13.90%	11.74%	-2.16%
军工电子：被动元器件	12.03%	-24.41%	37.91%	31.65%	-6.26%	17.12%	11.55%	-5.57%
军工电子：有源器件	-4.86%	-55.31%	56.48%	53.31%	-3.17%	17.59%	8.26%	-9.33%
航天	-17.14%	-34.45%	30.58%	33.17%	2.59%	3.33%	2.64%	-0.70%
导弹	-2.12%	-35.46%	38.23%	37.45%	-0.79%	9.31%	6.14%	-3.17%
信息化	-7.56%	-157.49%	31.24%	28.67%	-2.57%	1.89%	-1.17%	-3.06%
地面兵装	9.77%	-36.83%	25.01%	22.61%	-2.40%	4.11%	2.37%	-1.75%
水上水下装备	9.11%	131.61%	11.36%	14.91%	3.55%	2.07%	4.39%	2.32%

下游总装－主机厂：营收业绩短期承压，下游需求结构性变化呼之欲出

- **航空主机厂**：2025年Q1实现营收246.30亿元(较2024年Q1 -15.64%)，实现归母净利润9.10亿元(较2024年Q1 -26.50%)，实现毛利率10.30%，较2024年Q1下降0.52pcts；存货较2024年Q1降低2.23%，合同负债+预收款与2024年Q1相比有所减少（-23.55%），预付账款较2024年Q1降低31.15%。
- **主机厂营收暂时承压，业务分化呈现两极化**：国改主机龙头**中航沈飞**2025年Q1归母净利润4.31亿元，同比-39.87%,销售净利率7.38%，同比-0.14pcts；**航发动力**2025年Q1实现归母净利润0.08亿元，同比-95.15%；**洪都航空**2025Q1营收5.10亿元，同比+90.56%；**中航西飞**2025年Q1实现销售净利率3.42%，同比+0.2pcts，创2015年以来历史新高；**中直股份**2025Q1实现归母净利润2.02亿元，同比+55.12%。
- **2025年为五年计划承上启下之年，下游主机厂营收、业绩端出现分化，结构性需求逐步体现，军用外贸、无人机等新方向牵引下游需求增长，民用低空经济、商飞产业链等领域蓄势待发。主机厂链长地位仍不断凸显，利润率方面，主机厂的供应链成本管控能力仍存在提升空间。**

航空主机厂									
建议关注：中航沈飞、中直股份、洪都航空、航发动力、中航西飞									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长	
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2025Q1
291.97	246.30	-15.64%	12.38	9.10	-26.50%	10.82%	10.30%		-0.52%
资产负债表									
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%	
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2024Q2	2025Q1	2025Q1
983.72	961.78	-2.23%	197.79	136.19	-31.15%	769.65	916.26		19.05%
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%	
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2025Q1
490.04	519.60	6.03%	1261.81	1164.37	-7.72%	453.29	346.54		-23.55%

军工新材料：25Q1出现弱复苏迹象，或将迈入主动补库存阶段

- 2025年Q1整体实现营业收入107.47亿元，同比+0.99%；实现归母净利润12.25亿元，同比-21.19%。新材料处于行业最上游环节，强计划性下的备产备货需求使得该环节成为了军工板块景气度的晴雨表。目前处于上一轮订单框架的尾部阶段，新材料板块业务整体需求出现弱复苏的迹象，或逐步迈入主动补库存阶段。
- 资产负债表端，板块整体存货达218.14亿元，同比+16.32%；应收票据及账款达288.69亿元，同比+10.37%；固定资产+在建工程达337.49亿元，同比+14.94%。纵使军工新材料行业层面短期需求侧恢复较弱，但基于中长期视角下新型武器装备对材料性能要求的不断提升，新材料板块仍处于景气扩张阶段。
- 军工新材料具体细分赛道在一季报延续着较为明显的分化趋势，强周期属性碳纤维修复明显，民品业务布局带来阿尔法优势显著。

新材料								
建议关注：抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、西部超导、宝钛股份、中航高科、西部材料、中简科技、光威复材等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
106.41	107.47	0.99%	15.55	12.25	-21.19%	27.28%	26.46%	-0.82%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
187.53	218.14	16.32%	9.86	6.97	-29.27%	261.57	288.69	10.37%
固定资产+在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
293.63	337.49	14.94%	139.26	171.49	23.15%	15.29	11.87	-22.38%

军工元器件：长鞭效应下反弹渐显，或率先进入补库存阶段

军工电子：被动元器件								
建议关注：火炬电子、鸿远电子、宏达电子、中航光电、航天电器等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
70.17	78.61	12.03%	12.02	9.08	-24.41%	37.91%	31.65%	-6.26%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
86.53	99.61	15.12%	2.50	2.68	7.07%	245.79	288.54	17.40%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
117.29	138.79	18.33%	128.12	162.30	26.68%	4.69	4.57	-2.56%

军工电子：有源器件								
建议关注：振华风光、紫光国微、复旦微电、铖昌科技、臻镭科技、振华科技、新雷能、振芯科技等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
41.34	39.33	-4.86%	7.27	3.25	-55.31%	56.48%	53.31%	-3.17%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
117.00	115.88	-0.96%	7.74	7.15	-7.56%	214.92	216.06	0.53%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
69.08	77.73	12.53%	46.43	45.00	-3.07%	8.06	5.78	-28.35%

- 军工电子-被动元器件建议关注包括中航光电、航天电器、宏达电子、火炬电子、鸿远电子等，整体看25Q1实现营收78.61亿元，同比+12.03%；归母净利润9.08亿元，同比-24.41%。板块整体存货达99.61亿元，同比+15.12%；预收账款+合同负债达4.57亿元，同比-2.56%。
- 军工电子-有源器件建议关注包括振华风光、紫光国微、臻镭科技、振华科技、振芯科技等，整体看25Q1实现营收39.33亿元，同比-4.86%；归母净利润3.25亿元，同比-55.31%。板块整体存货达115.88亿元，同比-0.96%；预收账款+合同负债达5.78亿元，同比-28.35%。
- 从25年一季度来看，军工电子板块业绩端承压明显营收出现分化，被动元器件扭转跌势，MLCC板块营收同比出现反弹，其余板块一季度营收虽持续承压但有所改善。毛利率方面，全行业毛利率均存在不同程度下滑。T/R板块毛利率基本持平，存货/营收下降，有望逐步进入主动补库阶段；MLCC板块毛利率基本持平，营收显著增长、库存基本不变，已逐步进入主动补库存阶段；FPGA板块库存、毛利率、营收略有下降，其库存去化或正接近尾声，市场需求有望回升，或将慢慢进入补库存阶段。

航空中游配套：产业链整合与国企改革持续推进，打开中长期成长空间

- **航空航发中游配套：** 2025年Q1营收20.18亿元(-10.03%yoy)，归母净利润2.19亿元(-46.78%yoy)，实现毛利率30.41% (-7.02pcts)，存货37.92亿元 (+0.59%yoy)，合同负债+预收款3.34亿元 (-38.86%yoy)，固定资产及在建工程55.04亿元 (+7.90%yoy)。航空产业链未见明显修复，部分方向订单有所延后，2025Q1整体复苏力偏弱，但相较于24年资产负债表略有扩张。板块产能稳中有升专业度持续提升，伴随国产化和统型进程不断突破，环节有望打开中长期成长空间。
- **国有资产整合：** 2022年国资委发布《提高央企上市公司质量工作方案》提出推进**央企上市平台布局优化、分类推进上市平台建设**。积极**稳妥推进混合所有制改革，大力推动国有企业实现高质量发展**。我们认为国企改革已进入执行窗口，优先关注股权激励机会与专业化整合机会，关注航空中游配套企业中，有望受益于**国企改革的标的**。

航空航发中游配套								
建议关注：中航机载、晨曦航空、北摩高科等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
22.43	20.18	-10.03%	4.12	2.19	-46.78%	37.43%	30.41%	-7.02%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
37.70	37.92	0.59%	2.55	1.89	-26.11%	91.11	97.68	7.21%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
51.00	55.04	7.90%	39.35	42.36	7.63%	5.46	3.34	-38.86%

航空中间工序环节：产能存货加速储备，新方向新周期带来增长动能

- 航空航发中间工序环节： 2025年Q1营收71.62亿元(-2.56%yoy)，归母净利润10.22亿元（-5.80%yoy），毛利率33.42%（yoy-2.92pcts），存货164.66亿元（+28.12%yoy），预收账款+合同负债11.79亿元（-5.86%yoy），固定资产及在建工程264.58亿元（+21.58%yoy）。
- 我们认为，航空航发中间工序板块一季度营收、业绩承压，但航空航发中间工序环节规模效应在军工板块中最为突出，且当前产能及存货仍在加速储备，展望2025年下游需求受军贸、商飞、商发牵引，中间工序环节有望恢复增长态势，未来几年或将处于新方向新周期成长阶段。
- 重点关注持续深度受益于**无人机、商用飞机放量后具备强卡位优势标的**，同时**重点关注中间环节企业在新业务/新工序方向横向拓展、纵向拓展带来增量投资机会**。

航空航发中间工序								
建议关注：中航重机、派克新材、航宇科技、铂力特、利君股份、爱乐达、三角防务等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
73.51	71.62	-2.56%	10.84	10.22	-5.80%	36.34%	33.42%	-2.92%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
128.52	164.66	28.12%	7.64	9.58	25.30%	219.29	250.95	14.44%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
217.63	264.58	21.58%	157.04	190.96	21.60%	12.52	11.79	-5.86%

导弹：一季度收入端跌幅收窄，2025年关联交易大增提示下游高景气度

- 导弹板块建议关注包括中兵红箭、北方导航、国博电子、雷电微力、睿创微纳、盟升电子、菲利华、长盈通等，整体看2025Q1实现营收64.26亿元，同比下降2.12%；归母净利润3.95亿元，同比下降35.46%。2025Q1实现毛利率37.45%（-0.79pcts yoy），存货达148.58亿元（+15.50%yoy），预收账款+合同负债达29.93亿元（+15.57%yoy），固定资产及在建工程199.83亿元（+9.29%yoy）。
- 导弹板块25Q1营收和业绩暂未见明显恢复迹象，但收入端边际持续改善，叠加板块存货端、应付端、合同负债端均出现增长，我们认为板块或释放逐步迈入去库存阶段信号。**板块中下游部分主机厂2025年关联交易大增，我们认为导弹仍为未来精确打击作战的重点武器装备，远程精确打击、强突防能力、低成本化方向长期看持续维持供不应求格局，短期看产业链上游配套及下游总装进度或有望自24年情况改善，随着行业需求逐渐修复及供给端的持续迭代，我们认为导弹板块仍为军工板块中最具弹性环节之一。**

导弹								
建议关注：中兵红箭、北方导航、国博电子、雷电微力、睿创微纳、盟升电子、菲利华、长盈通、航天电器等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
65.65	64.26	-2.12%	6.11	3.95	-35.46%	38.23%	37.45%	-0.79%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
128.63	148.58	15.50%	10.78	9.82	-8.89%	243.49	238.60	-2.01%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
182.84	199.83	9.29%	165.45	172.16	4.06%	25.90	29.93	15.57%

信息化：25Q1环节表现低于板块平均，新质新域方向开启新一轮成长

- 信息化板块建议关注包括佳缘科技、思科瑞、国博电子、新劲刚、七一二、海格通信、上海瀚讯、华如科技等，整体看信息化板块25Q1实现营收69.87亿元，同比降低7.56%；归母净利润-0.82亿元，同比降低157.49%。25Q1实现毛利率28.67%（yoy-2.57pcts），存货达206.25亿元（-1.43%yoy），预收账款+合同负债达42.33亿元（-2.14%yoy），固定资产及在建工程162.65亿元（+6.09%yoy）。
- 信息化、智能化、无人化装备或将在“十四五”、“十五五”及2035年远期具备高景气，军工信息化的投资逻辑已经从国产化替代存量渗透转变为信息化、智能化、无人化方向新型号带来的增量空间弹性，尤其是新域新质方向中的数据链及战场感知等细分领域，或将在逐步迈向十五五过程中牵引新一轮武器装备智能化、无人化成长性投资机会。

信息化								
建议关注：佳缘科技、思科瑞、睿创微纳、国博电子、国光电气、新劲刚、盟升电子、中科星图、七一二、海格通信等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
75.59	69.87	-7.56%	1.43	(0.82)	-157.49%	31.24%	28.67%	-2.57%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
209.23	206.25	-1.43%	10.99	12.75	16.00%	408.56	415.60	1.73%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
153.32	162.65	6.09%	251.91	237.72	-5.63%	43.25	42.33	-2.14%

航天：25Q1营收业绩改善不显，低轨放量元年牵引成长

- **航天板块**建议关注包括中国卫星、中科星图、航天宏图、铖昌科技、航天智装等。整体看航天板块25Q1实现营收104.10亿元，同比下降17.14%；归母净利润2.75亿元，同比下降34.45%。25Q1实现毛利率33.17%（+2.59pcts），存货达435.76亿元（+2.69%yoy），预收账款+合同负债达67.68亿元（-6.84%yoy），固定资产及在建工程达311.17亿元（+0.25%yoy）。
- 25Q1营收、业绩端下滑较为显著，但板块核心标的营收业绩端改善明显，我们认为，2025年是“十四五”收官之年，或为航天任务常态化发射关键年，伴随我国商业发射场及超级工厂陆续投入使用，我国的航天发射次数及发射卫星数有望不断提升，航天产业链或将迎来快速成长。**未来放眼“十五五”期间，航天方向的建设或将不断提速，产业链格局不确定性带来企业逐鹿机会，随着下游需求逐步释放，具备强卡位优势企业有望逐渐释放高成长性及利润弹性。**

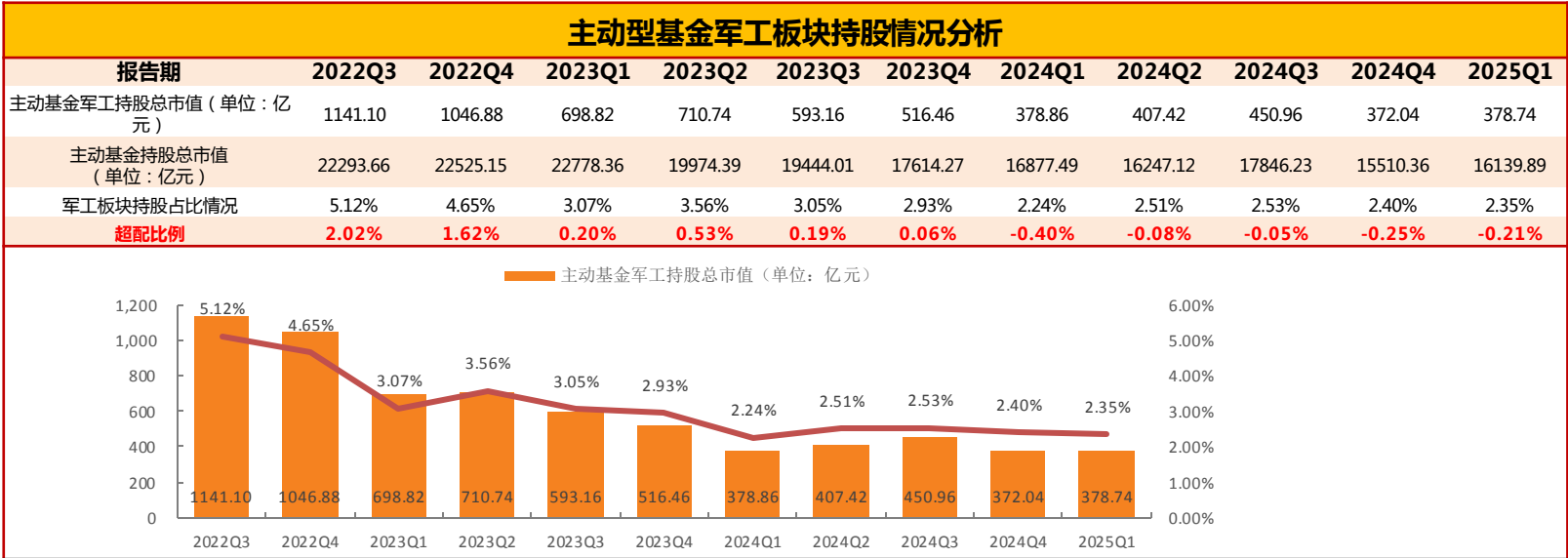
航天								
建议关注：中国卫星、中科星图、航天宏图、铖昌科技等								
整体基本面信息								
利润表								
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
125.64	104.10	-17.14%	4.19	2.75	-34.45%	30.58%	33.17%	2.59%
资产负债表								
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
424.34	435.76	2.69%	61.00	61.99	1.62%	424.13	407.67	-3.88%
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1
310.40	311.17	0.25%	324.60	334.48	3.04%	72.65	67.68	-6.84%

水上水下装备：民船大周期下利润持续增厚，海军力量结构性转变升级带来长期成长

- **水上水下装备板块**建议关注包括湘电股份、中国海防、中国船舶、中国动力等。整体看板块2025Q1实现营收378.56亿元，同比增长9.11%；归母净利润16.61亿元，同比增长131.61%。2025Q1实现毛利率14.91%（+3.55pcts），存货达775.96亿元（+3.11%yoy），预收账款+合同负债达1097.33亿元（+6.59%yoy），固定资产及在建工程达634.18亿元（-3.48%yoy）。
- 细分来看，核心企业**中国动力**（营收同比+7.98%、归母净利润同比+348.96%）、**中国船舶**（营收同比+3.85%、归母净利润同比+180.99%）、**中国海防**（营收同比+42.73%、归母净利润同比+700.30%）、**中船防务**一季度实现归母净利润1.84亿元，同比大增1099.85%。
- 从营业收入构成角度来看，水上装备板块军民比例相对平衡，25Q1业绩大幅上升主要系民船周期之下，新接海外订单价格持续上涨及军用新型号新装备列装加速所致。**军品类水上及水下装备**受益于海军建设综合化、大型化、体系化和无人化的发展趋势，正在加速开启无人化列装进程，目前海军发展正在由近海防御型向近海防御与远海防卫型结合转变，同时叠加军贸出口快速发展，海军装备力量的结构性转变升级及现代化推进将在较长维度上给予赛道优良成长性。

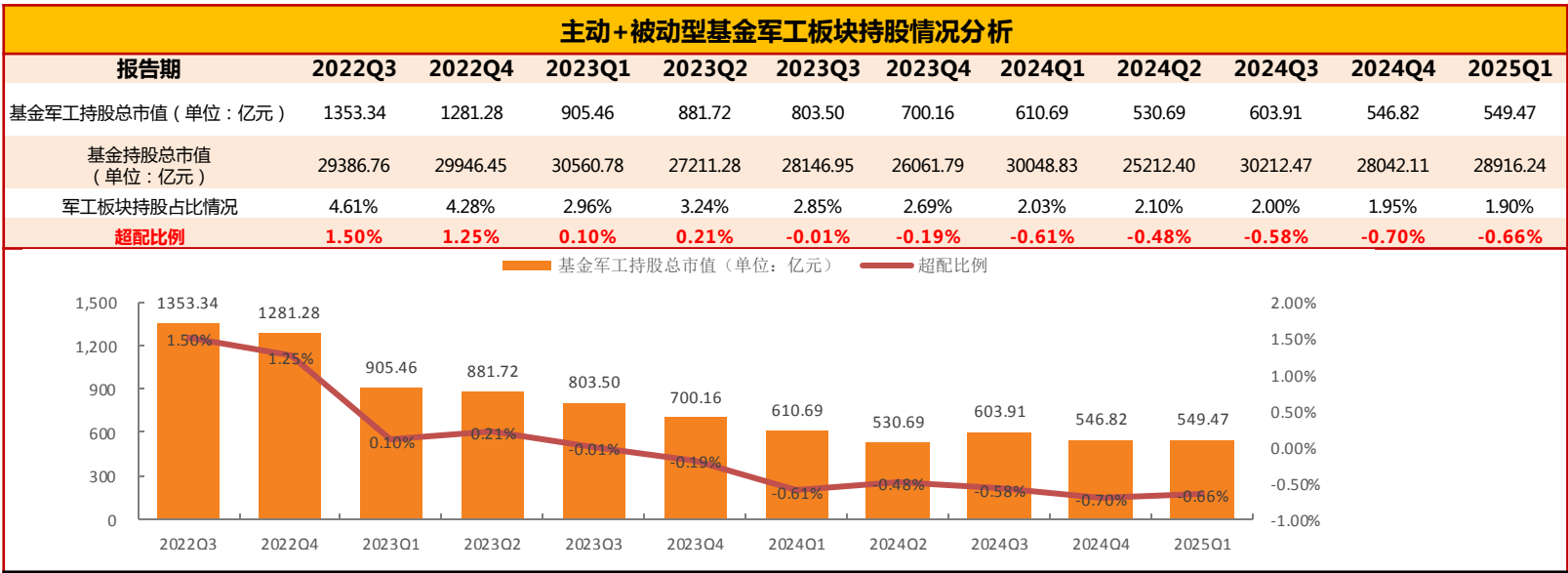
水上水下装备									
建议关注：湘电股份、中国海防、中国船舶、邦彦技术等等									
整体基本面信息									
利润表									
营业收入（亿元）		营收同比%	归母净利润（亿元）		归母同比%	毛利率		增长	
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	
346.96	378.56	9.11%	7.17	16.61	131.61%	11.36%	14.91%	3.55%	
资产负债表									
存货（亿元）		同比%	预付款项（亿元）		同比%	应收票据及账款（亿元）		同比%	
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	
752.57	775.96	3.11%	332.28	376.56	13.33%	498.08	455.41	-8.57%	
固定资产及在建工程（亿元）		同比%	应付票据及账款（亿元）		同比%	预收款项+合同负债（亿元）		同比%	
2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2025Q1	
657.03	634.18	-3.48%	740.04	786.26	6.24%	1029.44	1097.33	6.59%	

25Q1主动基金持仓超配比例略有修复，整体配置比例仍处于相对低位



据Wind数据披露，2025Q1主动基金军工板块持股378.74亿元，占主动基金总市值比例为2.35%，较24Q4下降0.05pct；超配比例为-0.21%，较24Q4提升0.04pct。

同时，主动+被动基金25Q1总体持有军工板块总市值达到549.47亿元，占基金全部持股比重达1.90%，超配比例为-0.66%。



总体来看，目前军工板块整体超配比例仍处较低位置，基于军工中长期优质基本面，超配比例有望不断修复。

总结

- 2024年年报数据显示，板块整体复苏力偏弱，高基数下经营业绩下滑显著，国防军工板块2024年实现营业总收入共6807.66亿元(YOY-2.09%)，归母净利润242.19亿元(YOY-38.69%)。2024年板块受审价等消极因素影响显著，除海洋装备外均出现了经营业绩较大幅度的下滑，但板块毛利率基本企稳。**部分方向正在逐步消化完成上一轮周期影响，板块2025年有望迎来继2021年后的新一轮采购周期，伴随消极因素逐步落地出清，板块经营业绩有望实现逐步反弹。**
- 2025年一季报数据显示，板块整体复苏力偏弱，高基数下经营业绩下滑显著，国防军工板块2025年一季度实现营业总收入共1301.10亿元(YOY-2.84%)，归母净利润62.20亿元(YOY-18.37%)。**但上游补库存释放积极信号，军工上游的军工电子被动元器件25Q1实现营业收入增长12.03%，率先完成去库存阶段并进入主动补库存阶段。2025年为十四五收官之年，我们认为军工中长期任务目标与关键节点未变，在此之下多板块有望逐步完成去库存阶段转向补库存阶段，板块或将开启盈利能力修复，经营业绩有望进入复苏通道。**
- 板块逐步复苏之下，各细分赛道/个股结构性分化日益凸显，导弹等方向中下游2025年经营计划&关联交易额大幅提升，结构性供需错配下多环节固定资产+在建工程仍保持10%以上的持续增长。**业绩和订单所处的下行周期与供给侧的持续上行周期共存是非对称式的，我们认为军工板块中长期基本面坚实，产业端正不断构建稀缺供给侧能力，或为新一轮订单框架及武器装备持续升级换代积蓄动能。**

投资建议：中短期关注新一轮订单周期之下，交付加速带来的产能利用率提升、可变成本下降后，企业困境局面翻转；中长期关注装备采购及供应体系变革带来的改革红利，注重企业参与生产的装备型号方向的战略战术重要性，工艺、材料、器件的创新性领先性，优选兼具体系改革红利与战略战术趋势变化下技术垄断性企业。

建议关注：

- (1) 大飞机&商发国产化【**润贝航科、航发科技、隆达股份、航亚科技**】；
- (2) 军贸体系跨越式变化【**航天南湖、国睿科技、中无人机（与机械组联合覆盖）、航天电子、晶品特装、国科天成、高德红外**】；
- (3) 装备体系改革潜力释放&平台型上市公司【**航发控制（与电子组联合覆盖）、中航电测、中航沈飞、航发动力、江航装备、航材股份、中航重机、中航西飞、中航成飞**】；
- (4) 新一代航空装备体系【**洪都航空、火炬电子（与电子组联合覆盖）、中航高科、中简科技、光威复材**】；航发——返回料体系【**中航重机、隆达股份（与金属组联合覆盖）、图南股份（与金属组联合覆盖）**】；
- (5) 低成本弹药（远程火箭弹【**北方导航、中兵红箭、长盈通（与通信组联合覆盖）**】、精确制导炸弹【**长城军工、广联航空、芯动联科**】、火工品【**国泰集团（与化工组联合覆盖）、国科军工、金奥博**】）；
- (6) 网络信息化跨越化发展：数据链与通信【**七一二（与通信组联合覆盖）、海格通信（通信组覆盖）、新劲刚、南京熊猫**】；电子对抗【**盟升电子、四川九州**】；
- (7) 海洋装备：电磁装备【**湘电股份**】；核心材料及电子配套【**宝钛股份、中国海防、西部材料、金天钛业**】；
- (8) 陆地装备：【**内蒙一机、睿创微纳、国科天成、晶品特装、天微电子**】
- (9) 军民融合下的新质生产力：低空经济【**莱斯信息、司南导航、四创电子、万丰奥威、亿航智能、中信海直、宗申动力**】；商业航天【**上海瀚讯、铖昌科技、臻镭科技、中国卫星、陕西华达、思科瑞**】

风险提示

1. 市场波动性风险：

市场风险偏好对军工板块下游企业有一定影响，若风险偏好急剧下滑，对下游企业有一定影响。

2. 军品订单节奏风险：

部分产品订单下达和实际收入确认可能存在短期错位。

3. 新装备研制列装不达预期：

新装备研制进程存在一定不确定性，列装进度或受到一定影响。

4. 国企改革进程不达预期：

军工国企改革需通过国资委、国防科工局等多个部门进行审批，审批流程或受到一定影响。

5. 产能建设进程不达预期：

部分军工企业当前产能建设需购买进口设备，若设备不能及时到达，产能建设进程或将受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS