

防务确收等多因素导致 Q3 业绩承压，看好公司军民协同中长期发展

核心观点

事件： 2025 公司前三季度实现营收 158.38 亿（+12.36%）；归母净利润 17.37 亿（-30.89%）。单季度看，Q3 实现营收 46.54 亿（-4.97%），归母净利润 3.00 亿（-64.50%）。

- 受防务任务下放节奏和确收等因素影响，公司 Q3 单季度营收下滑。**今年以来，防务订单呈明显恢复态势，数据中心、新能源车等业务需求高速增长。受防务任务下放节奏和确收等因素影响，今年以来公司防务营收增速不及订单增速，单 Q3 军品营收同比下滑，使得总营收略有下滑，但公司民品业务营收仍保持高速增长。
- 受原材料上涨、产品结构变化及部分产品降价影响，公司前三季度业绩和盈利能力均承压。**Q3 单季度军品营收占比下降和军品内部结构变化，导致毛利率 28.19%较去年同期和今年 Q2 均有所下滑。另外由于期间费用相对刚性，公司在军民品新兴领域保持较高研发投入，导致单三季度期间费用率较去年同期提升明显（+4.09pct）。预计随着军品营收确收好转，公司毛利率和净利率有望回升。
- 存货进一步扩大，军品营收有望随行业确收好转环比回升。**2025 年 Q3 末存货余额为 56.97 亿元，较年初增长 21.23%。防务连接器产品定制化程度高，通常以销定产，存货持续扩大预示军品任务需求回暖。
- 当期业绩承压不改公司中长期高质量发展趋势。**防务：军品景气回升+中长期成长确定性，公司是军品连接器龙头，市占率高，持续巩固防务首选供应商地位；新兴产业：聚焦战新产业和未来产业，谋划实施商业航空航天、数据中心、智能网联汽车、低空经济、深海装备等业务，加快打造“第二增长曲线”；新能源汽车：聚焦“国际一流，国内主流”客户，抓汽车电动化、智能化发展契机，大力布局智能网联战略业务赛道，由高压互连向整车互连加速转型；数据中心：紧抓 AI 算力发展机遇，筑牢液冷散热类产品先发优势，加速电源与高速产品市场推广。工业装备：聚焦龙头客户开发，紧抓光伏储能、工程机械电动化发展机遇。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年三季报下调营收及毛利率，下调 25、26、27 年 EPS 为 1.12、1.35、1.62 元（前值为 1.75、2.03、2.34 元），参考可比公司 26 年 30 倍 PE，给予目标价 40.50 元，维持买入评级。

风险提示： 军工订单和收入确认进度不及预期等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,074	20,686	23,841	27,713	32,166
同比增长(%)	26.7%	3.0%	15.3%	16.2%	16.1%
营业利润(百万元)	3,686	3,729	2,733	3,365	4,137
同比增长(%)	22.0%	1.2%	-26.7%	23.1%	22.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,339	3,354	2,375	2,849	3,425
同比增长(%)	22.9%	0.4%	-29.2%	20.0%	20.2%
每股收益（元）	1.58	1.58	1.12	1.35	1.62
毛利率(%)	38.0%	36.6%	30.3%	30.0%	29.6%
净利率(%)	16.6%	16.2%	10.0%	10.3%	10.6%
净资产收益率(%)	17.6%	15.2%	10.1%	11.8%	13.1%
市盈率	22.3	22.2	31.4	26.2	21.8
市净率	3.6	3.2	3.2	3.0	2.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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。

投资评级

买入

股价（2025 年 10 月 30 日）	35.18 元
目标价格	40.50 元
52 周最高价/最低价	45.42/34.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	211,827/208,071
A 股市值（百万元）	74,521
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 11 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.92	-14.76	-9.1	-19.77
相对表现%	-7.17	-16.25	-22.56	-40.86
沪深 300%	2.25	1.49	13.46	21.09



证券分析师

罗楠	执业证书编号：S0860518100001 luonan@orientsec.com.cn 021-63326320
冯函	执业证书编号：S0860520070002 fenghan@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

鲍丙文	执业证书编号：S0860124070016 baobingwen@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

数据中心、新能源车业务高速增长，防务订单明显恢复	2025-09-02
盈利能力短期承压，回购彰显未来发展决心	2025-04-29
24 年达成“稳增长”目标，公司多元布局加快打造新增长点	2025-03-31

附录

表 1：中航光电可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/10/31	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
航天电器	002025	44.79	0.76	1.20	1.67	2.12	58.77	37.36	26.79	21.16
陕西华达	301517	46.22	0.31	0.42	0.80	1.17	149.87	110.95	57.77	39.49
西部超导	688122	78.20	1.23	1.59	1.92	2.27	63.44	49.14	40.78	34.38
中简科技	300777	32.21	0.81	1.10	1.37	1.68	39.77	29.38	23.47	19.15
图南股份	300855	27.40	0.68	0.70	0.98	1.26	40.59	38.90	27.86	21.66
振华科技	000733	50.42	1.75	1.95	2.49	2.99	28.80	25.80	20.26	16.85
	调整后 平均							39	30	24

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,886	9,165	9,537	11,085	12,867	营业收入	20,074	20,686	23,841	27,713	32,166
应收票据、账款及款项融资	13,208	16,757	19,324	22,462	26,071	营业成本	12,456	13,114	16,617	19,410	22,635
预付账款	76	97	112	130	151	销售费用	534	488	541	577	630
存货	4,190	4,699	5,955	6,956	8,112	管理费用	1,333	1,235	1,325	1,435	1,554
其他	240	326	331	337	343	研发费用	2,197	2,252	2,491	2,701	2,928
流动资产合计	27,600	31,043	35,258	40,969	47,543	财务费用	(151)	(96)	(28)	11	53
长期股权投资	371	349	287	311	329	资产、信用减值损失	178	190	185	215	205
固定资产	4,473	6,493	7,339	8,077	8,631	公允价值变动收益	(14)	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	1,793	1,890	2,095	2,098	1,980	投资净收益	175	55	55	55	55
无形资产	784	777	731	685	640	其他	(3)	173	(31)	(52)	(77)
其他	548	695	493	486	479	营业利润	3,686	3,729	2,733	3,365	4,137
非流动资产合计	7,970	10,204	10,945	11,657	12,059	营业外收入	52	53	50	50	50
资产总计	35,570	41,247	46,203	52,626	59,602	营业外支出	4	19	15	20	20
短期借款	607	376	396	2,099	3,447	利润总额	3,734	3,764	2,768	3,395	4,167
应付票据及应付账款	8,594	11,888	15,063	17,595	20,519	所得税	198	216	166	194	237
其他	3,298	2,453	4,110	4,166	4,223	净利润	3,536	3,548	2,602	3,202	3,929
流动负债合计	12,498	14,716	19,569	23,860	28,190	少数股东损益	196	194	227	352	504
长期借款	584	755	755	755	755	归属于母公司净利润	3,339	3,354	2,375	2,849	3,425
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.58	1.58	1.12	1.35	1.62
其他	473	523	708	706	706	主要财务比率					
非流动负债合计	1,057	1,278	1,462	1,461	1,460		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	13,555	15,994	21,031	25,321	29,650	成长能力					
少数股东权益	1,518	1,655	1,882	2,235	2,738	营业收入	26.7%	3.0%	15.3%	16.2%	16.1%
实收资本（或股本）	2,120	2,118	2,118	2,118	2,118	营业利润	22.0%	1.2%	-26.7%	23.1%	22.9%
资本公积	5,868	6,886	5,905	5,905	5,905	归属于母公司净利润	22.9%	0.4%	-29.2%	20.0%	20.2%
留存收益	12,459	14,541	15,222	17,002	19,145	获利能力					
其他	49	52	45	45	45	毛利率	38.0%	36.6%	30.3%	30.0%	29.6%
股东权益合计	22,014	25,253	25,172	27,305	29,952	净利率	16.6%	16.2%	10.0%	10.3%	10.6%
负债和股东权益总计	35,570	41,247	46,203	52,626	59,602	ROE	17.6%	15.2%	10.1%	11.8%	13.1%
现金流量表						ROIC	15.6%	13.8%	9.5%	11.0%	12.0%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	3,536	3,548	2,602	3,202	3,929	资产负债率	38.1%	38.8%	45.5%	48.1%	49.7%
折旧摊销	361	487	606	714	818	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(151)	(96)	(28)	11	53	流动比率	2.21	2.11	1.80	1.72	1.69
投资损失	(175)	(55)	(55)	(55)	(55)	速动比率	1.87	1.79	1.50	1.43	1.40
营运资金变动	(797)	(1,664)	367	(1,578)	(1,809)	营运能力					
其它	315	(71)	361	2	2	应收账款周转率	3.0	2.0	1.8	1.8	1.8
经营活动现金流	3,088	2,150	3,853	2,294	2,938	存货周转率	2.5	3.0	3.1	3.0	3.0
资本支出	(2,426)	(2,553)	(1,602)	(1,402)	(1,202)	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
长期投资	(134)	21	63	(24)	(18)	每股指标（元）					
其他	221	1,070	86	57	51	每股收益	1.58	1.58	1.12	1.35	1.62
投资活动现金流	(2,339)	(1,462)	(1,452)	(1,368)	(1,169)	每股经营现金流	1.46	1.01	1.82	1.08	1.39
债权融资	(160)	166	598	(1)	(1)	每股净资产	9.68	11.14	10.99	11.84	12.85
股权融资	648	1,016	(981)	0	0	估值比率					
其他	(1,291)	(2,567)	(1,647)	624	13	市盈率	22.3	22.2	31.4	26.2	21.8
筹资活动现金流	(803)	(1,385)	(2,029)	623	12	市净率	3.6	3.2	3.2	3.0	2.7
汇率变动影响	5	5	-0	-0	-0	EV/EBITDA	17.5	16.6	20.6	16.7	13.6
现金净增加额	(49)	(693)	372	1,549	1,781	EV/EBIT	19.3	18.8	25.2	20.2	16.3

资料来源：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。

本报告仅供本公司的客户使用。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。