

# 整体业绩符合预期，“十五五”多领域掘金

## —— 2025Q3 国防军工板块业绩及基金持仓分析

2025 年 11 月 21 日

- **利润表端：营收上扬，毛利率承压。**扣除中航成飞后，2025 前三季度军工板块营收 3889.89 亿元，同比增加 5.09%，或因企业冲刺“十四五”目标，集中交付所致；归母净利润 190.65 亿元，同比减少 11.84%，降幅略有增长。整体业绩表现符合预期，增收不增利，主要因为“十四五”末年交付冲刺叠加降价带来的盈利能力承压。

- 单季来看，Q3 军工行业营收 1353.13 亿元，同比增长 13.57%，交付较 24Q3 有所改善；归母净利 53.50 亿元，同比+5.92%。展望 Q4，由于各军种“十五五”规划仍未落地，终端客户需求不甚清晰，订单端或表现平平，收入端同比仍有下行压力。2026 年是“十五五”首年，主机端增长承压，但受益于新的备货周期，上游配套企业的订单和营收确定性更好。
- **资产负债表端：应收项和存货齐增，喜忧参半。**扣除中航成飞后，2025Q3 军工板块总资产 14067.02 亿元，相较 2025 年初增加 6.06%；总负债 6475.57 亿元，相较年初增加 6.55%；资产负债率 46.03%，相较年初上涨 0.21pct。
  - 2025Q3 存货余额为 2833.02 亿元，较期初增加 13.89%。我们分析，这主要是主动存货增加所致。行业下游企业为冲刺年度交付目标、积极备货，并加大了原材料采购并加速产品生产，推动存货储备规模大幅增长。
  - 2025Q3 应收账款余额为 3533.17 亿元，较年初增加 24.32%，行业回款趋势有所走弱，鉴于行业下游多为信用良好的军方客户，坏账风险可控。
  - 2025Q3 合同负债 513.57 亿元，较期初增长 6.79%。结合存货上涨，我们认为部分子板块订单表现较好，景气上行得到验证。

- **交易端：基金军工持仓和超配比例均出现明显下滑。**2025Q3 主动型公募基金军工持仓占比 2.79%，环比下降 0.82pct，持仓集中度（CR10）43.98%，环比下降 5.73pct，同比下降 17.60pct。2025Q3 军工板块超配比例为 0.37%，环比下降 0.80pct，同比下降 0.22pct，超配比例下降，低于 24Q3 同期水平。

- **投资建议：26 年聚焦军工产业链上游、军贸、两机和装备智能化机会。**短期看，2026 年作为“十五五”首年，主机端有望开启新一轮备货周期，军工产业链上游或将率先受益，订单端牵引最早于 25 年末启动。**中期看**，军贸需求迎重大拐点，带动装备总需求“量价”齐升，主机和关键分系统厂商显著获益。AI 对发电侧的强劲需求有望带动燃机产业链持续强势。**长期看**，聚焦 2027 年建军百年重要节点，国防开支有望维持 7% 左右的较高增速，叠加新一代主战装备迭代加速和新质战斗力需求跃升，行业高景气有望延续。

### 建议关注：

- **军贸领域：**中航沈飞、航天南湖、国睿科技、航天彩虹、中航成飞；
- **商业航天+低空+深海科技：**中国卫星、航天电子、四川九洲、中科海讯；
- **弹产业链：**菲利华、理工导航、长盈通、航天电器；
- **两机产业链：**航发动力、华秦科技、航宇科技、钢研高纳；
- **智能化&信息化：**复旦微电、紫光国微、晶品特装、智明达。
- **风险提示：**装备订单落地不及预期的风险、军品价格持续下行的风险。

## 国防军工行业

推荐 维持

### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩森

☎：010-80927657

✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

### 相对沪深 300 表现图

2025-11-19



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

### 相关研究

## 目录

## Catalog

一、 2025 前三季度：营收上扬，毛利率承压 .....	3
(一) 利润表：2025 前三季度增收不增利，毛利率承压 .....	3
(二) 资产负债表：应收项和存货齐增 .....	7
(三) 现金流量表：经营现金流有向好趋势 .....	9
二、 军工各子板块 25Q3 业绩情况 .....	10
(一) 军工各子板块业绩总览 .....	10
(二) 主机厂业绩回暖，交付节奏逐步修复 .....	10
(三) 军工信息化业绩分化 .....	12
(四) 新材料内部表现分化，板块受降价影响利润大幅下滑 .....	13
(五) 元器件 Q3 营收上扬，业绩承压 .....	14
(六) 机加工各公司受下游情况影响有所分化，关注新质领域增量 .....	14
(七) 分赛道看，25Q2 业绩分化，关注订单拐点 .....	15
三、 军工板块 25Q3 基金持仓情况 .....	16
(一) 基金军工持仓环比下降 .....	16
(二) 持仓集中度环比有所下滑 .....	17
(三) 超配比例小幅减少 .....	18
四、 投资建议：26 年聚焦四条主线 .....	20
五、 风险提示 .....	20

## 一、2025 前三季度：营收上扬，毛利率承压

提示：1、研究样本选取情况。首先，样本不包含 st 公司；其次，样本不包含大额商誉减值或资产减值的公司；再次，剔除中船系旗下上市公司。至此，我们选取 154 家军工央企、地方军工国企和民营涉军上市公司作为分析样本。

2、对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行了手动调整。本次对中航成飞 2024 年三季报做了业绩回溯。

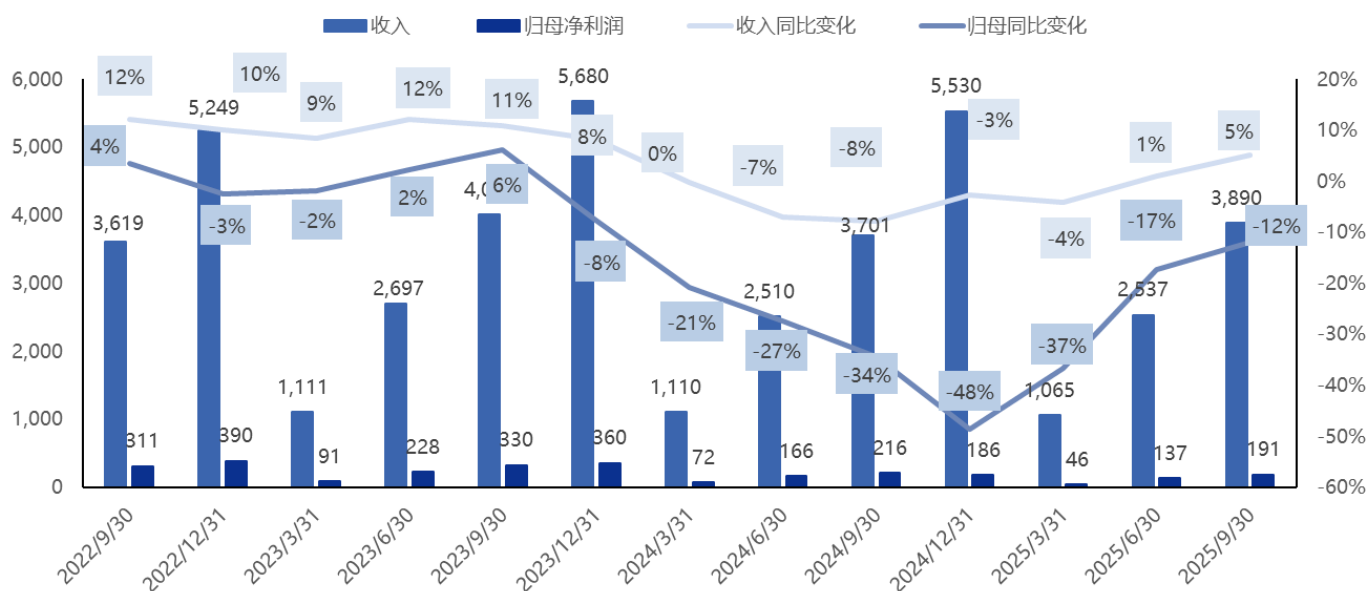
3、选取财务三张表中的关键科目进行比对分析，板块整体分析为加总，不考虑关联交易因素。

### （一）利润表：2025 前三季度增收不增利，毛利率承压

#### 1.增收不增利，毛利率承压

2025 前三季度军工板块营收 3889.89 亿元，同比增加 5.09%，或因企业冲刺“十四五”目标，集中交付所致；归母净利润 190.65 亿元，同比减少 11.84%，降幅收窄。整体业绩表现符合预期，增收不增利，主要因为“十四五”末年交付冲刺叠加降价带来的盈利能力承压。若考虑中航成飞本年并表因素，行业前三季度军工行业营收 4372.76 亿元，同比增加 5.21%；归母净利 212.34 亿元，同比减少 14.97%。

图1：2022 -2025 季度累计军工板块经营情况（累计值，单位：亿元）

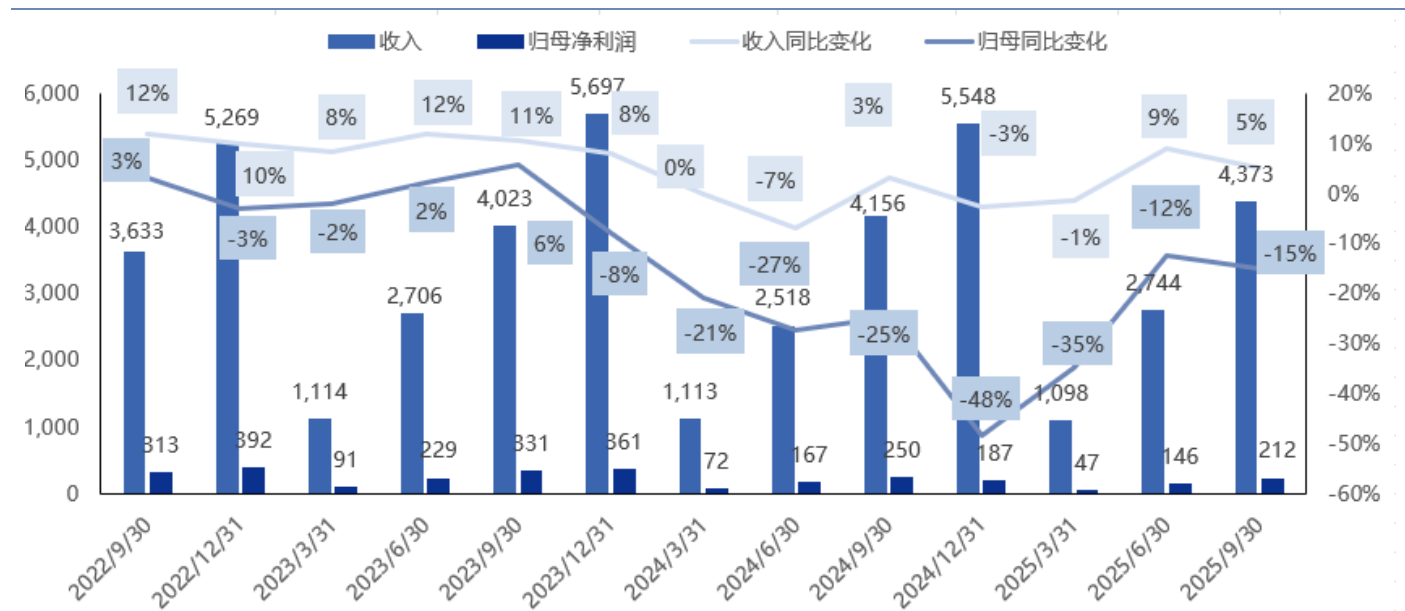


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院 注：本图数据已剔除中航成飞

2025 前三季度板块整体毛利率 20.25%，同比减少 0.77pct，随着下游降价趋势逐步向全产业链渗透，行业毛利率仍面临较大压力；此外，在收入增长同时，期间费用率同比下降 0.26pct，达到 7.71%，行业降本增效取得一定成效。

行业研发投入依然保持较高水平。2025 前三季度，军工板块研发费用总额为 236.75 亿元，同比增长 5.68%；研发费用率 6.09%，较上年同期增长 0.03pct。

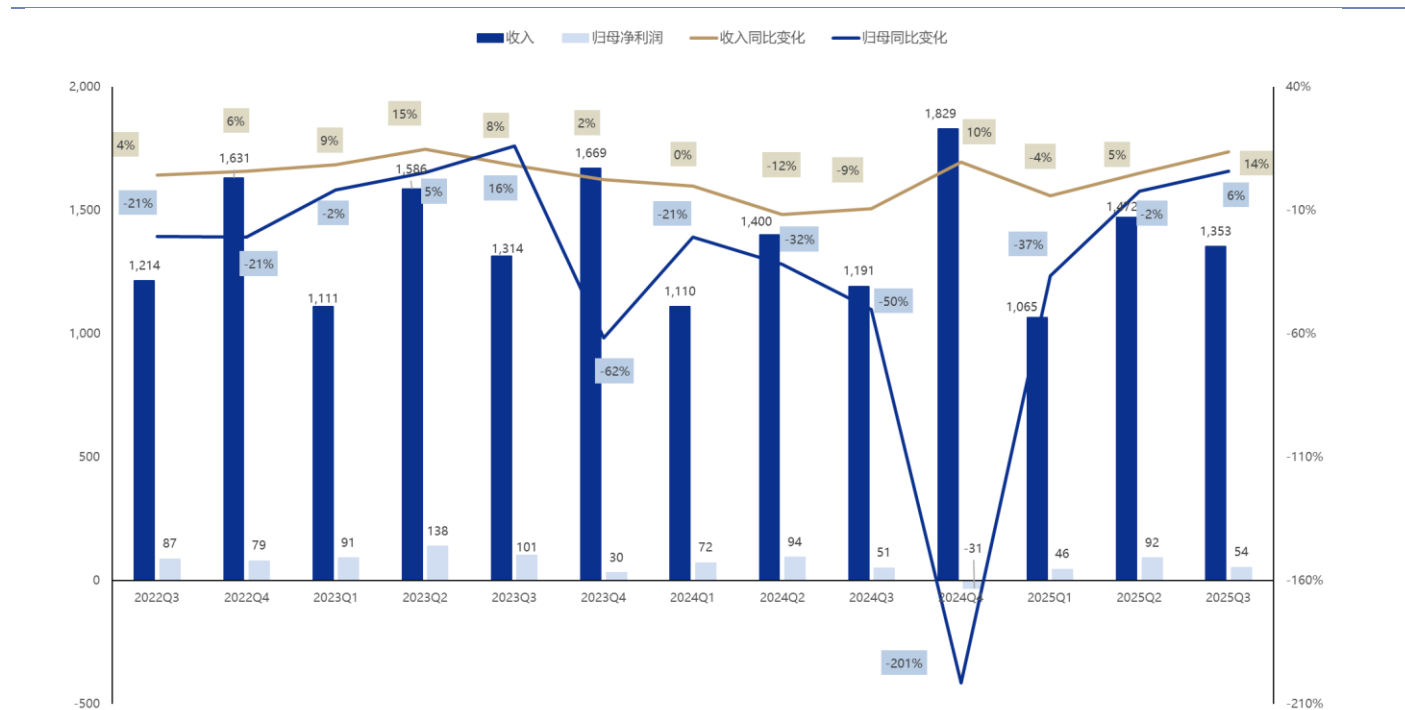
图2：2022-2025 季度累计军工板块经营情况（累计值，单位：亿元）



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院 注：本图数据已纳入中航成飞

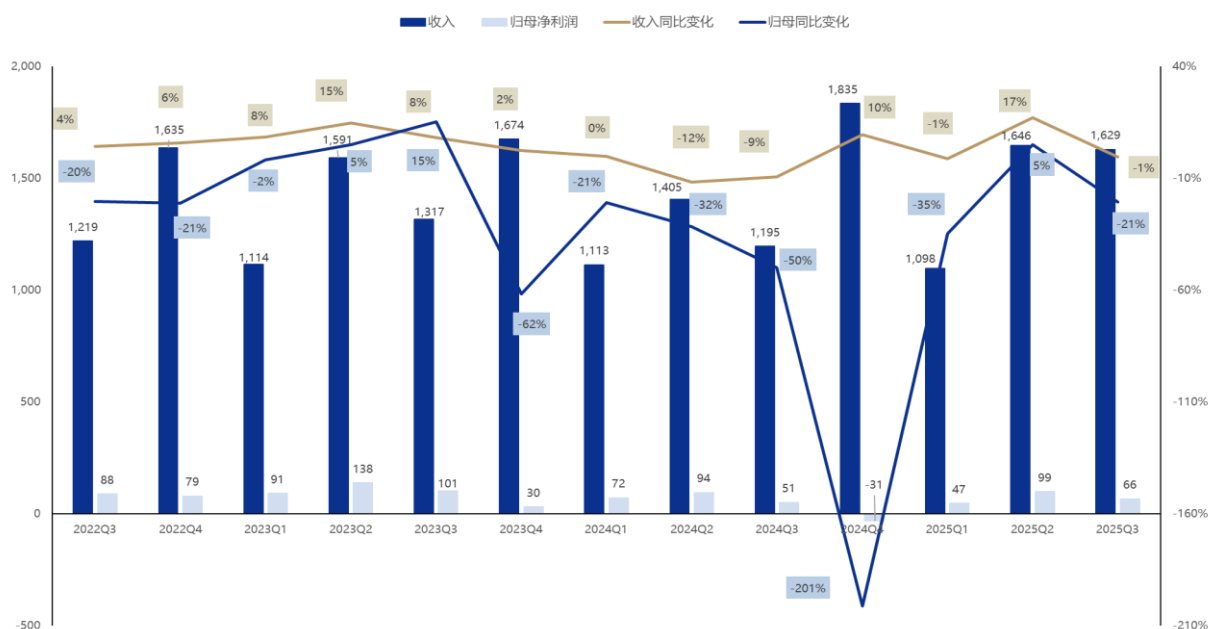
单季度来看，2025Q3 军工行业营收 1353.13 亿元，同比增长 13.57%，交付较 24 年 Q3 有所改善；归母净利 53.50 亿元，同比+5.92%。从收入规模看，相比 2025Q2 略有下降，或因 H1 板块企业冲刺十四五任务集中交付，Q2 呈现阶段性高点。

图3：2022Q3-2025Q3 军工板块经营情况（单季度，单位：亿元）



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院 注：本图数据已剔除中航成飞

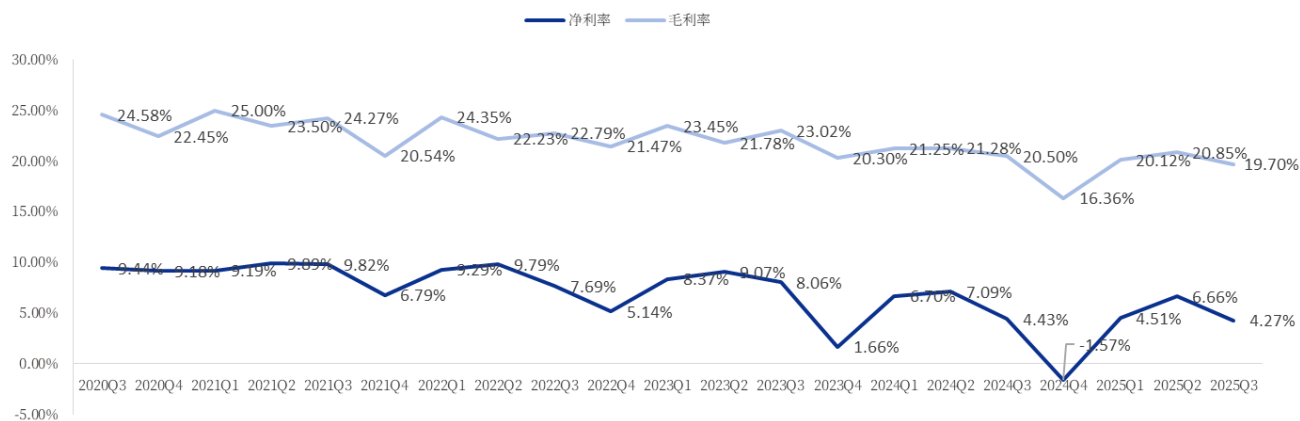
图4: 2022Q3-2025Q3 军工板块经营情况 (单季度, 单位: 亿元)



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院 注: 本图数据已纳入中航成飞

从利润率来看, 2025Q3 板块单季毛利率 19.70%, 同比减少 2.94pct, 环比 Q2 的 20.85% 下降 1.15pct, 毛利率下降趋势仍在持续。25Q3 净利率 4.27%, 同比减少 0.16pct, 环比下降 2.39pct。

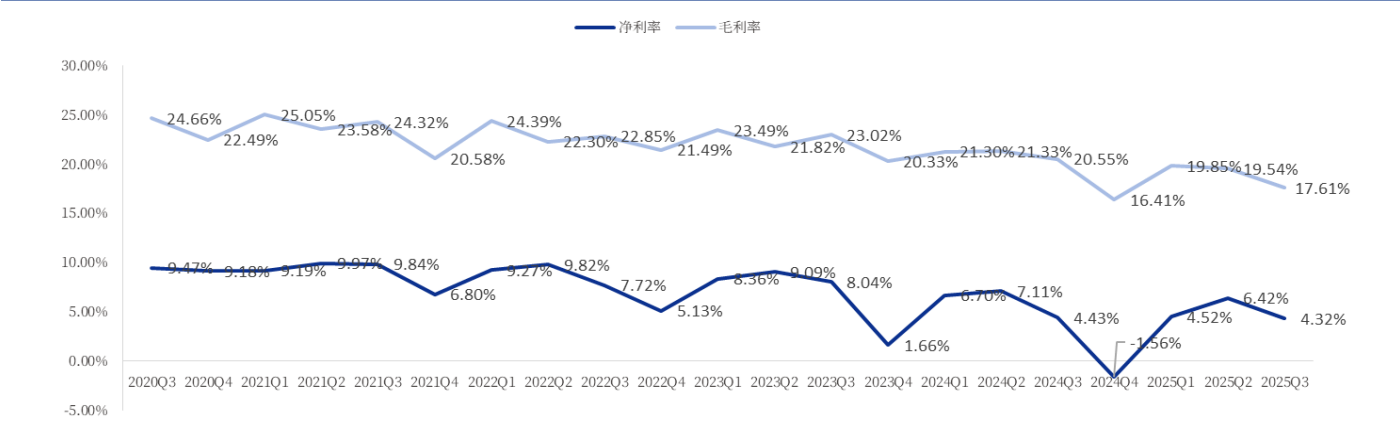
图5: 2020Q3-2025Q3 军工板块净利率及毛利率 (单季度)



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院 注: 本图数据已剔除中航成飞

展望 Q4, 由于各军种“十五五”规划仍未落地, 终端客户需求不甚清晰, 订单端或表现平平, 收入端同比仍有下行压力。2026 年是“十五五”首年, 主机端增长承压, 但受益于新的备货周期, 上游配套企业的订单和营收确定性更好。

图6：2020Q3-2025Q3 军工板块净利率及毛利率（单季度）



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院 注：本图数据已纳入中航成飞

表1：军工板块利润表

科目	2025Q3	2024Q3	同比	环比	2025 前三季度	2024 前三季度	同比
一、营业总收入（亿元）	1,353.13	1,191.42	13.57%	-8.08%	3,889.89	3,701.37	5.09%
二、营业总成本							
其中：营业成本（亿元）	1,086.53	947.18	14.71%	-6.75%	3,102.13	2,923.38	6.11%
毛利率	19.70%	20.50%	-0.80%	-1.15%	20.25%	21.02%	-0.77%
毛利（亿元）	266.60	244.24	9.16%	-13.13%	787.77	777.99	1.26%
销售费用（亿元）	20.93	23.21	-9.82%	-0.01%	60.13	68.63	-12.38%
销售费用率	1.55%	1.95%	-0.40%	0.12%	1.55%	1.85%	-0.31%
管理费用（亿元）	77.15	76.33	1.07%	3.08%	222.49	216.13	2.94%
管理费用率	5.70%	6.41%	-0.71%	0.62%	5.72%	5.84%	-0.12%
财务费用（亿元）	8.87	7.67	15.70%	112.33%	17.28	10.34	67.05%
财务费用率	0.66%	0.64%	0.01%	0.37%	0.44%	0.28%	0.16%
期间费用（亿元）	106.95	107.21	-0.24%	7.00%	299.90	295.11	1.63%
期间费用率	7.90%	9.00%	-1.09%	1.11%	7.71%	7.97%	-0.26%
研发费用（亿元）	86.08	75.58	13.89%	2.95%	236.75	224.02	5.68%
研发费用率	6.36%	6.34%	0.02%	0.68%	6.09%	6.05%	0.03%
三、营业利润（亿元）	65.45	58.05	12.75%	-42.02%	235.63	254.32	-7.35%
四、净利润（亿元）	57.77	52.73	9.54%	-41.05%	203.76	226.38	-9.99%
净利润率	4.27%	4.43%	-0.16%	-2.39%	5.24%	6.12%	-0.88%
归母净利润（亿元）	53.50	50.51	5.92%	-41.62%	190.65	216.24	-11.84%
扣非归母净利（亿元）	41.63	37.51	10.97%	-41.84%	149.02	180.01	-17.21%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院 注：因回溯数据不全，本表剔除中航成飞

(二) 资产负债表：应收项和存货齐增

2025Q3 军工板块总资产 15244.52 亿元，相较 2025 年初增加 14.57%；总负债 7431.00 亿元，相较年初增加 21.93%，总资产和总负债快速增长，主要因为中航成飞 2025 年完成注入所致。资产负债率 48.75%，相较年初上涨 2.95pct。

表2：军工板块资产负债表（亿元，未扣除中航成飞影响）

科目	2025Q3	2025 年初	相较期初	2025Q3	2025Q2	环比
一、资产总计	15,244.52	13,306.28	14.57%	15,244.52	14,746.92	3.37%
总资产周转率	0.31	0.43	-0.12	0.31	0.20	0.11
流动资产						
货币资金	1,950.68	2,300.71	-15.21%	1,950.68	2,013.31	-3.11%
应收票据	342.78	527.72	-35.05%	342.78	268.63	27.60%
应收账款	3,700.94	2,853.46	29.70%	3,700.94	3,528.57	4.88%
应收账款周转率	1.33	2.13	-0.80	1.33	0.86	0.47
合同资产	406.47	188.22	115.96%	406.47	317.89	27.87%
存货	3,091.19	2,494.47	23.92%	3,091.19	2,999.60	3.05%
存货周转率	1.27	1.84	-0.57	1.27	0.80	0.47
非流动资产						
固定资产	2,298.22	2,121.11	8.35%	2,298.22	2,280.28	0.79%
在建工程	457.57	376.46	21.54%	457.57	422.64	8.26%
商誉	165.46	141.65	16.81%	165.46	156.89	5.47%
二、负债总计	7,431.00	6,094.73	21.93%	7,431.00	7,164.01	3.73%
资产负债率	48.75%	45.80%	2.94%	48.75%	48.58%	0.17%
流动负债						
短期借款	1,004.09	756.21	32.78%	1,004.09	977.98	2.67%
应付票据及应付账款	4,135.93	3,194.43	29.47%	4,135.93	3,788.13	9.18%
预收账款	4.05	3.77	7.32%	4.05	3.76	7.56%
合同负债	594.00	481.58	23.35%	594.00	663.92	-10.53%
非流动负债						
长期借款	511.71	470.85	8.68%	511.71	460.00	11.24%
三、股东权益	7,813.52	7,211.55	8.35%	7,813.52	7,582.92	3.04%
权益乘数	1.95	1.85	0.11	1.95	1.94	0.01
净资产收益率	3.03%	0.68%	2.35%	3.03%	2.13%	0.90%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院；注：本表数据已纳入中航成飞



扣除中航成飞后，2025Q3 军工板块总资产 14067.02 亿元，相较 2025 年初增加 6.06%；总负债 6475.57 亿元，相较年初增加 6.55%；资产负债率 46.03%，相较年初上涨 0.21pct。

表3：军工板块资产负债表（亿元，扣除中航成飞）

科目	2025Q3	2025 年初	相较期初	2025Q3	2025Q2	环比
一、资产总计	14,067.02	13,263.87	6.06%	14,067.02	13,586.40	3.54%
总资产周转率	0.28	0.43	-0.15	0.28	0.19	0.10
流动资产						
货币资金	1,745.39	2,297.13	-24.02%	1,745.39	1,836.96	-4.99%
应收票据	342.48	526.35	-34.93%	342.48	267.61	27.98%
应收账款	3,533.17	2,841.97	24.32%	3,533.17	3,365.11	4.99%
应收账款周转率	1.22	2.14	-0.92	1.22	0.82	0.40
合同资产	274.26	188.12	45.79%	274.26	230.71	18.88%
存货	2,833.02	2,487.54	13.89%	2,833.02	2,698.47	4.99%
存货周转率	1.17	1.84	-0.67	1.17	0.78	0.39
非流动资产						
固定资产	2,189.97	2,109.25	3.83%	2,189.97	2,171.37	0.86%
在建工程	450.13	376.38	19.60%	450.13	414.04	8.72%
商誉	165.16	141.35	16.85%	165.16	156.58	5.48%
二、负债总计	6,475.57	6,077.74	6.55%	6,475.57	6,212.97	4.23%
资产负债率	46.03%	45.82%	0.21%	46.03%	45.73%	0.30%
流动负债						
短期借款	972.26	755.18	28.75%	972.26	947.47	2.62%
应付票据及应付账款	3,463.16	3,186.99	8.67%	3,463.16	3,230.78	7.19%
预收账款	3.98	3.77	5.57%	3.98	3.66	8.65%
合同负债	513.57	480.91	6.79%	513.57	476.72	7.73%
非流动负债						
长期借款	503.66	466.12	8.05%	503.66	452.07	11.41%
三、股东权益	7,591.46	7,186.13	5.64%	7,591.46	7,373.43	2.96%
权益乘数	1.85	1.85	0.01	1.85	1.84	0.01
净资产收益率	2.78%	0.67%	2.11%	2.78%	2.03%	0.75%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院 注：本表数据未纳入中航成飞

## 2.资产项：应收账款和存货呈高增长态势

扣除中航成飞，2025Q3 应收账款余额为 3533.17 亿元，较年初增加 24.32%，行业回款趋势有所走弱，鉴于行业下游多为信用良好的军方客户，应收账款坏账风险较小。

2025Q3 存货余额为 2833.02 亿元，较期初增加 13.89%。我们分析，这主要是主动存货增加所致。行业下游企业为冲刺年度交付目标、积极备货，并加大了原材料采购并加速产品生产，推动存货储备规模大幅增长。

## 3.负债项：合同负债微涨，部分子板块订单复苏已至

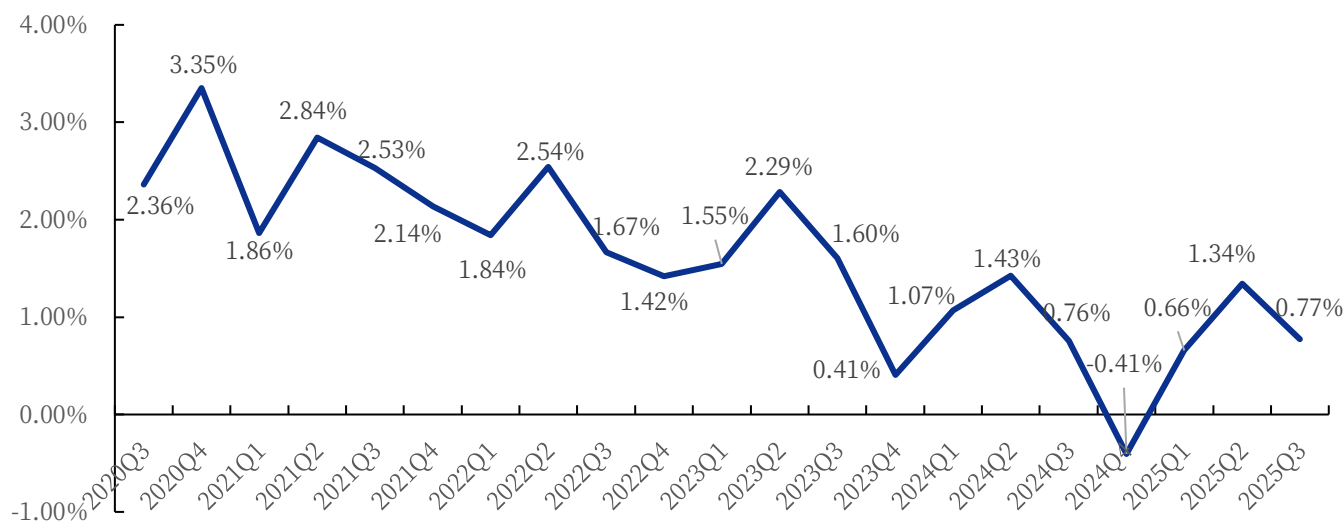
2025Q3 合同负债 513.57 亿元，较期初增长 6.79%。结合存货上涨，我们认为部分子板块订单表现较好，景气上行得到验证。



#### 4.ROE：盈利水平逐渐筑底

2025Q3 单季板块 ROE 为 0.77%，同比上涨 0.02pct，与 24Q3 变动不大，或逐步筑底。环比下降 0.57pct，主因行业间季节交付变动所致。

图7：2020Q3-2025Q3 军工板块 ROE（单季度）



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

### （三）现金流量表：经营现金流有向好趋势

扣除中航成飞后，2025Q3 经营性净现金流为-43.17 亿元，同比和环比皆有所上升。2025 前三季度经营性现金流-383.07 亿元，同比缩窄 45.77%。经营性现金流持续为负，或因回款周期拉长和备货共同作用，但有向好趋势。

表4：军工板块现金流量表摘要（亿元）

科目（单位：亿元）	2025Q3	2024Q3	同比	环比	2025 前三季度	2024 前三季度	同比
经营活动产生的现金流量净额	-43.17	-163.15	73.54%	79.58%	-383.07	-706.33	45.77%
投资活动产生的现金流量净额	-180.68	-143.03	-26.32%	32.35%	-436.40	-392.63	-11.15%
筹资活动产生的现金流量净额	128.50	157.29	-18.30%	29.20%	275.94	318.84	-13.46%
企业自由现金流	-389.71	-801.55	-51.38%	284.05%	-262.69	-53.55	390.56%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

## 二、军工各子板块 25Q3 业绩情况

### （一）军工各子板块业绩总览

我们将军工板块按两种分类方式，首先按照产业链上中下游分类：分为下游军工主机厂（不含中船系）、中游军工信息化和机加工板块、上游军工新材料和军工元器件共 5 个子板块；然后，选取营收、归母净利润、存货、预收账款四个指标反映企业财务经营状况。

表5：各赛道业绩情况（亿元）

单季度收入				单季度利润			累计收入			累计归母净利润		
	2025Q3	2024Q3	YoY	2025Q3	2024Q3	YoY	25Q1-3	24Q1-3	YOY	25Q1-3	24Q1-3	YOY
军工主机厂	378.0	337.0	12.2%	8.0	6.7	19.6%	1060.1	1108.5	-4.36%	32.9	41.3	-20.43%
军工信息化	322.9	269.9	19.6%	35.2	14.6	140.3%	950.8	885.0	7.44%	67.5	59.9	12.58%
机加工板块	40.5	38.6	4.8%	3.2	4.4	-25.7%	138.5	133.0	4.12%	14.6	18.1	-19.24%
军工新材料	129.1	123.6	4.4%	8.9	15.9	-44.1%	380.2	364.3	4.37%	32.7	47.2	-30.58%
军工元器件	112.6	103.9	8.4%	12.9	15.8	-18.2%	348.9	315.8	10.48%	42.7	51.4	-16.84%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

### （二）主机厂业绩回暖，交付节奏逐步修复

25 前三季度主机厂整体营收 1542.96 亿元，同比下降 1.3%；归母净利润 54.56 亿元，同比减少 27%。单季度看，25Q3 主机厂整体营收 653.89 亿元，同比增加 44.6%；净利润 20.58 亿元，同比增加 81.0%。

25Q3 单季度板块整体营收及利润端增加主要原因为：

- 中航成飞：25Q3 单季实现营收 275.84 亿，同比+139.04%；实现归母净利润 12.56 亿，同比+169.53%。
- 中航西飞：25Q3 单季度营收 108.28 亿元，同比增加 27.5%；归母净利润 3.03 亿元，同比增加 5.9%。
- 中航沈飞：25Q3 单季度营收 59.78 亿元，同比增加 62.8%；归母净利润 2.37 亿元，同比增加 23.2%。

主机厂业绩回暖，或因交付节奏逐步修复所致。

表6：军工主机厂业绩情况（亿元）

公司简称	单季度收入			单季度归母净利润			累计收入			累计归母净利润		
	2025Q3	2024Q3	YoY	2025Q3	2024Q3	YoY	25Q1-3	24Q1-3	YOY	25Q1-3	24Q1-3	YOY
中航西飞	108.28	84.92	27.5%	3.03	2.87	5.9%	302.44	288.21	4.9%	9.92	9.44	5.2%
中直股份	48.07	91.26	-47.3%	0.90	0.57	57.7%	150.47	173.00	-13.0%	3.73	3.57	4.3%
中航沈飞	59.78	36.73	62.8%	2.37	1.92	23.2%	206.07	252.98	-18.5%	13.62	18.18	-25.1%
内蒙一机	21.67	23.20	-6.6%	0.97	1.00	-2.9%	78.94	71.07	11.1%	3.86	3.64	6.2%
中国卫星	17.82	6.42	177.3%	0.21	-0.27	179.4%	31.02	16.74	85.3%	0.15	-0.15	200.5%
航天彩虹	7.12	2.71	162.5%	0.07	-0.61	110.7%	15.23	12.90	18.0%	0.06	0.06	-1.7%
航发动力	88.14	74.09	19.0%	0.39	1.58	-75.3%	229.12	259.56	-11.7%	1.08	7.26	-85.1%
洪都航空	16.09	16.66	-3.4%	0.07	0.11	-30.4%	31.33	30.29	3.4%	0.12	0.14	-16.5%
中无人机	11.09	0.97	1039.2%	0.02	-0.44	104.7%	15.48	3.69	319.0%	0.34	-0.83	140.9%

中航成飞	275.84	115.39	139.1%	12.55	4.66	169.3%	482.86	454.73	6.2%	21.69	33.48	-35.2%
军工总装厂	653.89	452.35	44.6%	20.58	11.37	81.0%	1,542.96	1,563.19	-1.3%	54.56	74.80	-27.0%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院 注：中航成飞 2024 年业绩已回溯

从合同负债来看，25Q3 末主机厂整体合同负债 310.79 亿元，相较期初增加 1.2%，环比增长 1.8%。其中，中直股份、航发动力合同负债环比上行明显，分别环比上涨 39.5%、33.0%，或因在手订单大幅增加。

表7：军工主机厂合同负债情况（亿元）

股票代码	公司简称	2025Q3	2025 期初	相较期初	2025Q3	2025Q2	环比
000768.SZ	中航西飞	52.98	78.05	-32.1%	52.98	58.46	-9.4%
600038.SH	中直股份	59.03	78.60	-24.9%	59.03	42.33	39.5%
600760.SH	中航沈飞	56.52	35.28	60.2%	56.52	75.32	-25.0%
600967.SH	内蒙一机	3.76	11.95	-68.5%	3.76	7.32	-48.6%
600118.SH	中国卫星	11.88	11.05	7.5%	11.88	11.73	1.2%
002389.SZ	航天彩虹	0.85	0.34	145.5%	0.85	1.69	-50.1%
600893.SH	航发动力	83.19	44.86	85.4%	83.19	62.54	33.0%
600316.SH	洪都航空	39.35	42.69	-7.8%	39.35	41.46	-5.1%
688297.SH	中无人机	3.23	4.16	-22.3%	3.23	4.31	-25.0%
合计	军工主机厂	310.79	306.99	1.2%	310.79	305.16	1.8%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

25Q3 末主机厂整体存货 1064.79 亿元，环比上涨 5.0%，相较年初上涨 13.3%，基本保持稳定。存货增加主要原因为航发动力、中直股份存货增加较多。

表8：军工主机厂存货情况（亿元）

股票代码	公司简称	2025Q3	2025 期初	相较期初	2025Q3	2025Q2	环比
000768.SZ	中航西飞	200.33	226.92	-11.7%	200.33	212.11	-5.6%
600038.SH	中直股份	167.93	140.75	19.3%	167.93	148.03	13.4%
600760.SH	中航沈飞	129.09	136.01	-5.1%	129.09	115.15	12.1%
600967.SH	内蒙一机	24.19	29.59	-18.2%	24.19	20.78	16.4%
600118.SH	中国卫星	26.94	22.42	20.2%	26.94	28.19	-4.5%
002389.SZ	航天彩虹	13.23	10.44	26.7%	13.23	12.05	9.8%
600893.SH	航发动力	436.92	316.99	37.8%	436.92	407.58	7.2%
600316.SH	洪都航空	33.97	30.38	11.8%	33.97	33.93	0.1%
688297.SH	中无人机	32.19	26.20	22.9%	32.19	36.28	-11.3%
合计	军工主机厂	1,064.79	939.71	13.3%	1,064.79	1,014.09	5.0%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

### （三）军工信息化业绩分化

25 前三季度军工信息化板块整体营收 950.80 亿元，同比增加 7.4%；净利润 67.48 亿元，同比增长 12.6%。单季度看，25Q3 信息化板块整体营收 322.89 亿元，同比增加 19.6%；净利润 35.15 亿元，同比增长 140.3%，板块业绩呈分化态势，或因细分领域景气度回暖程度不同所致。

表9：军工信息化板块业绩情况（亿元）

公司简称	单季度收入			单季度利润			累计收入			累计利润		
	2025Q3	2024Q3	YoY	2025Q3	2024Q3	YoY	25Q1-3	24Q1-3	YOY	25Q1-3	24Q1-3	YoY
中航机载	55.94	50.89	9.9%	4.30	3.36	27.9%	167.74	165.67	1.3%	9.90	12.03	-17.7%
中航光电	46.54	48.98	-5.0%	3.45	8.92	-61.3%	158.38	140.95	12.4%	17.37	25.13	-30.9%
航天电器	14.14	10.73	31.7%	0.65	0.27	143.0%	43.49	39.95	8.9%	1.46	4.12	-64.5%
航天电子	30.14	15.22	98.0%	0.36	3.13	-88.4%	88.35	92.34	-4.3%	2.09	5.62	-62.8%
航天发展	10.08	3.26	209.2%	-1.22	-2.64	53.8%	16.97	11.90	42.6%	-4.89	-5.58	12.4%
四创电子	3.64	4.51	-19.2%	-0.47	-0.02	-2938.5%	10.41	10.92	-4.6%	-0.90	-0.40	-123.0%
国睿科技	3.97	4.27	-7.0%	0.23	0.22	2.8%	21.18	19.85	6.7%	3.73	3.68	1.1%
普天科技	11.29	9.83	14.8%	0.36	-0.25	247.1%	31.52	34.20	-7.8%	0.18	0.18	-3.8%
天奥电子	2.18	1.98	10.0%	0.07	0.00	1329.1%	5.36	5.77	-7.1%	0.15	0.16	-4.5%
振华科技	15.16	13.10	15.8%	3.11	2.24	38.6%	39.26	37.40	5.0%	6.23	6.45	-3.3%
中国海防	5.39	7.14	-24.5%	0.59	0.76	-22.4%	19.25	18.72	2.8%	1.54	1.49	3.4%
中船应急	1.89	3.08	-38.8%	0.03	0.06	-54.8%	5.91	7.22	-18.1%	0.08	0.05	59.0%
光电股份	5.56	3.29	68.8%	0.12	-0.05	334.2%	14.15	10.44	35.6%	0.25	0.01	2132.0%
奥普光电	1.50	1.58	-5.3%	0.14	0.21	-32.4%	5.10	5.22	-2.4%	0.38	0.45	-16.2%
海格通信	9.28	11.75	-21.0%	-1.73	-0.06	2641.5%	31.58	37.67	-16.2%	-1.75	1.85	-194.7%
烽火电子	4.10	2.29	79.4%	0.12	-0.13	194.2%	10.25	7.15	43.3%	-0.88	-0.59	-49.5%
高德红外	11.34	6.63	71.1%	4.01	0.32	1143.7%	30.68	18.12	69.3%	5.82	0.50	1059.0%
北斗星通	6.14	3.75	64.0%	0.22	-0.30	171.5%	15.07	10.63	41.8%	0.18	-0.64	128.4%
振芯科技	2.53	2.09	20.6%	0.34	0.24	41.3%	7.36	5.63	30.6%	0.93	0.71	30.8%
星网宇达	1.18	0.93	27.8%	0.54	-0.09	702.2%	2.66	2.32	15.0%	0.38	-0.24	260.0%
海兰信	0.92	0.96	-3.6%	0.06	-0.03	315.1%	5.80	2.54	128.5%	0.40	0.10	290.6%
景嘉微	3.01	0.91	230.6%	0.15	-0.10	246.7%	4.95	4.41	12.1%	-0.73	0.24	-403.8%
雷科防务	3.92	2.03	92.9%	-0.47	-0.66	29.2%	9.33	6.97	34.0%	-0.91	-1.34	32.6%
火炬电子	9.26	7.25	27.8%	0.62	0.56	10.5%	26.98	21.51	25.4%	3.20	2.26	41.8%
赛微电子	1.12	2.74	-59.2%	15.43	-1.03	1604.3%	6.82	8.25	-17.4%	15.76	-1.18	1438.0%
天银机电	1.97	2.46	-20.0%	0.07	0.24	-69.6%	5.81	7.51	-22.7%	0.24	0.55	-56.1%
晨曦航空	0.26	0.59	-55.7%	-0.08	0.01	-1497.9%	0.53	0.71	-26.1%	-0.44	-0.25	-76.2%
尤洛卡	1.38	1.50	-7.6%	0.18	0.20	-13.9%	3.78	4.02	-6.0%	0.58	0.57	1.1%
宏达电子	5.48	4.32	26.9%	1.55	1.01	54.3%	14.04	11.82	18.8%	3.27	2.62	25.1%
航新科技	4.78	4.49	6.5%	0.02	0.08	-73.3%	14.15	13.77	2.8%	0.18	0.19	-7.3%
新兴装备	0.58	0.92	-37.1%	0.13	0.06	110.6%	2.49	3.07	-18.8%	0.29	0.17	71.8%
七一二	5.61	4.08	37.7%	-0.87	-0.90	3.5%	11.92	16.09	-25.9%	-2.06	-0.27	-656.2%
上海瀚讯	1.31	0.70	86.9%	-0.27	-0.49	44.7%	3.05	1.76	72.7%	-0.48	-0.91	47.3%
新光光电	0.19	0.16	23.0%	-0.03	-0.16	83.8%	0.41	0.67	-39.6%	-0.23	-0.34	31.8%

睿创微纳	15.42	11.28	36.7%	3.30	2.13	54.6%	40.86	31.50	29.7%	7.07	4.83	46.2%
鸿远电子	4.09	3.35	22.2%	0.38	0.07	429.3%	14.27	11.67	22.3%	2.22	1.27	74.6%
航宇微	0.63	0.58	8.4%	-0.10	-0.37	72.8%	2.03	2.04	-0.4%	-0.72	-0.61	-18.2%
全信股份	2.07	2.41	-14.0%	0.10	0.16	-40.6%	6.52	7.82	-16.6%	0.32	0.59	-46.2%
科思科技	0.66	0.77	-14.5%	-0.81	-0.56	-45.3%	2.21	1.87	17.8%	-1.88	-1.92	1.9%
盟升电子	1.28	0.07	1727.3%	-0.10	-0.85	88.2%	2.48	0.87	185.3%	-0.48	-1.28	62.7%
霍莱沃	1.13	0.64	76.2%	0.07	0.07	1.0%	2.15	1.88	14.3%	0.07	0.10	-32.0%
中科海讯	0.49	0.39	24.3%	-0.13	-0.34	62.3%	1.45	1.46	-0.4%	-0.77	-0.92	16.3%
兴图新科	0.29	0.12	142.7%	-0.15	-0.15	1.2%	0.91	0.69	32.0%	-0.45	-0.42	-5.7%
新雷能	3.77	1.93	94.9%	0.06	-0.74	108.0%	9.29	6.82	36.2%	-0.90	-1.38	34.7%
亚光科技	1.57	1.73	-9.6%	-0.55	-0.50	-9.6%	6.67	7.30	-8.6%	-0.99	-0.82	-20.4%
能科科技	3.51	3.33	5.4%	0.74	0.48	56.0%	10.89	10.36	5.1%	1.65	1.18	40.3%
邦彦技术	0.91	0.37	145.9%	-0.12	-0.40	69.7%	1.61	2.54	-36.8%	-0.71	-0.01	-7612.0%
纳睿雷达	0.99	0.63	56.3%	0.16	0.20	-19.4%	2.54	1.36	86.5%	0.73	0.26	181.3%
高华科技	0.89	0.89	-0.8%	0.21	0.15	44.2%	2.73	2.47	10.3%	0.52	0.45	15.0%
成都华微	1.63	1.43	13.7%	0.31	0.18	69.6%	5.18	4.23	22.4%	0.63	0.88	-28.8%
陕西华达	1.76	1.59	11.0%	0.04	0.08	-55.9%	4.30	4.88	-11.8%	-0.14	0.34	-141.9%
军工信息化	322.89	269.93	19.6%	35.15	14.63	140.3%	950.80	884.96	7.4%	67.48	59.94	12.6%

资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

分析资产负债项, 军工信息化板块 25Q3 末存货 890.29 亿元, 相较年初上涨 14.1%, 环比上涨 3.5%; 合同负债 110.11 亿元, 相较期初增长 8.5%, 环比增长 9.7%。

#### (四) 新材料内部表现分化, 板块受降价影响利润大幅下滑

25 前三季度军工新材料板块整体营收 380.19 亿元, 同比增加 4.4%; 净利润 32.74 亿元, 同比减少 30.6%。单季度看, 25Q3 新材料板块整体营收 129.09 亿元, 同比上涨 4.4%; 净利润 8.86 亿元, 同比减少 44.1%。

新材料板块企业表现为营收平稳、利润大幅下滑, 我们认为主要受到多种牌号降价影响, 毛利率承压。具体来看, 抚顺特钢、西部超导、图南股份、宝钛股份、光威复材等企业 25Q3 净利润同比下降较多, 中复神鹰、博云新材、康达新材等企业 25Q2 营收及净利润均实现同比较大正增长。

表10: 军工新材料板块业绩情况 (亿元)

	单季度收入			单季度利润			累计收入			累计利润		
公司简称	25Q3	24Q3	YoY	25Q3	24Q3	YoY	25Q1-3	24Q1-3	YOY	25Q1-3	24Q1-3	YoY
宝钛股份	14.72	17.78	-17.2%	1.05	1.40	-24.6%	44.40	55.09	-19.4%	2.88	5.17	-44.3%
西部材料	7.44	6.76	10.1%	0.10	0.40	-74.2%	22.83	22.20	2.8%	0.69	1.38	-49.8%
钢研高纳	9.87	8.04	22.8%	0.84	0.74	14.1%	28.04	25.33	10.7%	1.25	2.35	-47.0%
光威复材	7.85	7.46	5.2%	1.41	2.28	-38.0%	19.86	19.02	4.4%	4.15	6.15	-32.5%
西部超导	12.66	12.15	4.2%	1.36	3.00	-54.8%	39.89	32.35	23.3%	6.50	6.04	7.6%
图南股份	2.60	3.48	-25.3%	0.30	0.67	-54.5%	8.59	10.80	-20.5%	1.23	2.58	-52.2%
派克新材	9.03	8.37	8.0%	0.62	0.82	-24.1%	26.81	24.82	8.0%	2.37	2.47	-3.8%
中简科技	2.20	2.42	-8.9%	0.82	1.26	-35.5%	6.84	5.33	28.5%	2.90	2.31	25.4%
中航高科	10.14	12.74	-20.4%	2.02	3.11	-34.9%	37.61	38.21	-1.6%	8.06	9.12	-11.6%
抚顺特钢	19.32	21.57	-10.5%	-2.72	0.88	-409.5%	57.55	64.34	-10.6%	-5.49	3.16	-274.0%

中复神鹰	6.15	3.86	59.2%	0.51	-0.33	253.1%	15.37	11.19	37.4%	0.63	-0.08	854.7%
博云新材	2.54	1.45	74.4%	0.22	-0.19	211.0%	6.49	4.48	45.1%	0.30	-0.17	278.3%
康达新材	14.92	8.16	82.7%	0.30	-0.30	198.7%	37.50	21.79	72.1%	0.84	-0.76	209.9%
航材股份	6.79	6.87	-1.1%	1.20	1.25	-4.0%	20.39	21.96	-7.1%	4.00	4.36	-8.2%
华秦科技	2.85	2.53	12.8%	0.82	0.88	-6.5%	8.01	7.38	8.6%	2.43	3.09	-21.5%
新材料	129.0	123.65	4.4%	8.86	15.85	-44.1%	380.19	364.28	4.4%	32.74	47.16	-30.6%

资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

从资产负债来看, 25Q3 末军工新材料整体存货 220.38 亿元, 相较年初上涨 10.2%, 环比上涨 4.1%; 合同负债 12.19 亿元, 相较年初增长 0.5%, 环比增长 1.7%。

## (五) 元器件 Q3 营收上扬, 业绩承压

25 前三季度军工元器件板块整体营收 348.93 亿元, 同比增加 10.5%; 净利润 42.74 亿元, 同比减少 16.8%。单季度看, 25Q3 元器件板块整体营收 112.62 亿元, 同比上涨 8.4%; 净利润 12.91 亿元, 同比减少 18.2%。元器件板块企业表现为增收不增利, 我们认为主要受到降价影响, 毛利率承压。

表11: 军工元器件板块业绩情况 (亿元)

	单季度收入			单季度利润			累计收入			累计利润		
公司简称	25Q3	24Q3	YoY	25Q3	24Q3	YoY	25Q1-3	24Q1-3	YOY	25Q1-3	24Q1-3	YoY
火炬电子	9.26	7.25	27.8%	0.62	0.56	10.5%	26.98	21.51	25.4%	3.20	2.26	41.8%
宏达电子	5.48	4.32	26.9%	1.55	1.01	54.3%	14.04	11.82	18.8%	3.27	2.62	25.1%
鸿远电子	4.09	3.35	22.2%	0.38	0.07	429.3%	14.27	11.67	22.3%	2.22	1.27	74.6%
振华科技	15.16	13.10	15.8%	3.11	2.24	38.6%	39.26	37.40	5.0%	6.23	6.45	-3.3%
中航光电	46.54	48.98	-5.0%	3.45	8.92	-61.3%	158.38	140.95	12.4%	17.37	25.13	-30.9%
航天电器	14.14	10.73	31.7%	0.65	0.27	143.0%	43.49	39.95	8.9%	1.46	4.12	-64.5%
中瓷电子	7.45	6.64	12.2%	1.87	1.80	4.1%	21.43	18.86	13.6%	4.43	3.69	20.1%
国博电子	4.98	5.11	-2.5%	0.46	0.62	-26.0%	15.69	18.14	-13.5%	2.47	3.06	-19.4%
臻镭科技	0.98	0.64	51.3%	0.39	0.09	337.5%	3.02	1.82	65.8%	1.01	0.14	598.1%
振华风光	2.36	1.82	29.7%	0.37	0.20	81.9%	7.01	7.92	-11.6%	0.91	2.48	-63.3%
天奥电子	2.18	1.98	10.0%	0.07	0.00	1329.1%	5.36	5.77	-7.1%	0.15	0.16	-4.5%
军工元器件	112.62	103.91	8.4%	12.91	15.78	-18.2%	348.93	315.82	10.5%	42.74	51.39	-16.8%

资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

从资产负债端看, 25Q3 末军工元器件整体存货 170.49 亿元, 相较年初上涨 17.2%, 环比上涨 8.3%; 合同负债 7.10 亿元, 相较年初增加 36.6%, 环比上涨 16.8%。

## (六) 机加工各公司受下游情况影响有所分化, 关注新质领域增量

25 前三季度军工机加工板块整体营收 138.49 亿元, 同比增加 4.1%; 净利润 14.58 亿元, 同比减少 19.2%。单季度看, 25Q3 机加工板块整体营收 40.47 亿元, 同比增加 4.8%; 净利润 3.23 亿元, 同比减少 25.7%。后续建议关注低空经济、商业航天等新质领域对机加工板块带来的增量。



表12： 军工机加工板块业绩情况（亿元）

	单季度收入			单季度利润			累计收入			累计利润		
公司简称	25Q3	24Q3	YoY	25Q3	24Q3	YoY	25Q1-3	24Q1-3	YOY	25Q1-3	24Q1-3	YoY
中航重机	20.26	20.52	-1.3%	1.11	3.04	-63.6%	77.76	75.24	3.3%	6.16	10.13	-39.2%
派克新材	9.03	8.37	8.0%	0.62	0.82	-24.1%	26.81	24.82	8.0%	2.37	2.47	-3.8%
利君股份	1.73	2.05	-15.5%	0.30	0.37	-19.7%	4.88	5.50	-11.4%	0.87	1.21	-28.0%
三角防务	4.62	3.19	44.9%	1.05	-0.29	466.3%	12.47	13.63	-8.5%	3.75	2.99	25.6%
爱乐达	1.22	0.62	97.9%	0.35	-0.01	2488.7%	3.50	1.99	75.8%	0.47	-0.19	350.8%
广联航空	2.00	2.07	-3.5%	-0.37	0.17	-321.0%	7.77	6.63	17.2%	0.17	0.51	-66.1%
航亚科技	1.61	1.80	-10.9%	0.17	0.25	-34.1%	5.30	5.20	1.9%	0.78	0.93	-16.0%
机加工	40.47	38.62	4.8%	3.23	4.35	-25.7%	138.49	133.01	4.1%	14.58	18.05	-19.2%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

从资产负债端看，25Q3 末军工机加工整体存货 98.52 亿元，相较年初上涨 16.9%，环比上涨 6.1%；合同负债 6.37 亿元，相较期初下降 17.6%，环比下降 1.3%。

### （七）分赛道看，25Q2 业绩分化，关注订单拐点

分赛道看，2025 前三季度导弹产业链业绩持续向好，稳定增长，25Q3 收入 132.1 亿元，归母净利润 16.21 亿元，分别增长 18.9%和 8.3%；雷达/通信/电子对抗、新域新质&国产化，单季度业绩也有较大增长，归母净利润分别为 1.03 亿元（YoY+48.6%）和 8.42 亿元（YoY+190.1%）；航空/航发产业链、无人机 25Q3 营收增长但利润下降；国际改革收入减少但业绩有所改善；卫星互联网和北斗业绩持续承压。

中期看，导弹产业链景气度有望持续恢复；雷达/通信/电子对抗赛道公司建议关注新型号增量情况及相关民品进展；卫星互联网和北斗赛道将受益于卫星互联网建设及低空经济发展，但赛道内公司目前受到降价影响较为显著，短期内利润将承压；利润拐点将晚于订单拐点出现，建议关注放量产生规模效应的时间点。

表13：分赛道业绩情况（亿元）

	单季度收入			单季度利润			累计收入			累计利润		
	25Q3	24Q3	YoY	25Q3	24Q3	YoY	25Q1-3	24Q1-3	YOY	25Q1-3	24Q1-3	YOY
新域新质&国产化	40.9	34.0	20.1%	8.42	2.90	190.1%	110.6	106.6	3.74%	17.8	17.5	1.73%
航空/航发产业链	327.6	284.2	15.2%	15.15	24.30	-37.6%	963.6	1031.3	-6.57%	61.1	91.7	-33.35%
导弹产业链	132.1	111.0	18.9%	16.21	14.97	8.3%	399.8	322.4	23.98%	46.7	45.5	2.50%
国企改革	162.0	180.3	-10.1%	3.06	2.53	20.9%	464.8	477.3	-2.61%	11.6	12.7	-9.01%
雷达/通信/电子对抗	20.5	18.3	12.2%	1.03	0.69	48.6%	56.2	50.1	12.25%	6.6	5.1	30.41%
无人机	52.2	20.6	153.3%	0.61	1.79	-65.6%	125.1	112.4	11.33%	1.7	3.4	-51.06%
卫星互联网和北斗	18.6	18.1	2.5%	-1.05	-0.27	-289.8%	55.0	55.9	-1.54%	-0.4	1.5	-126.96%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

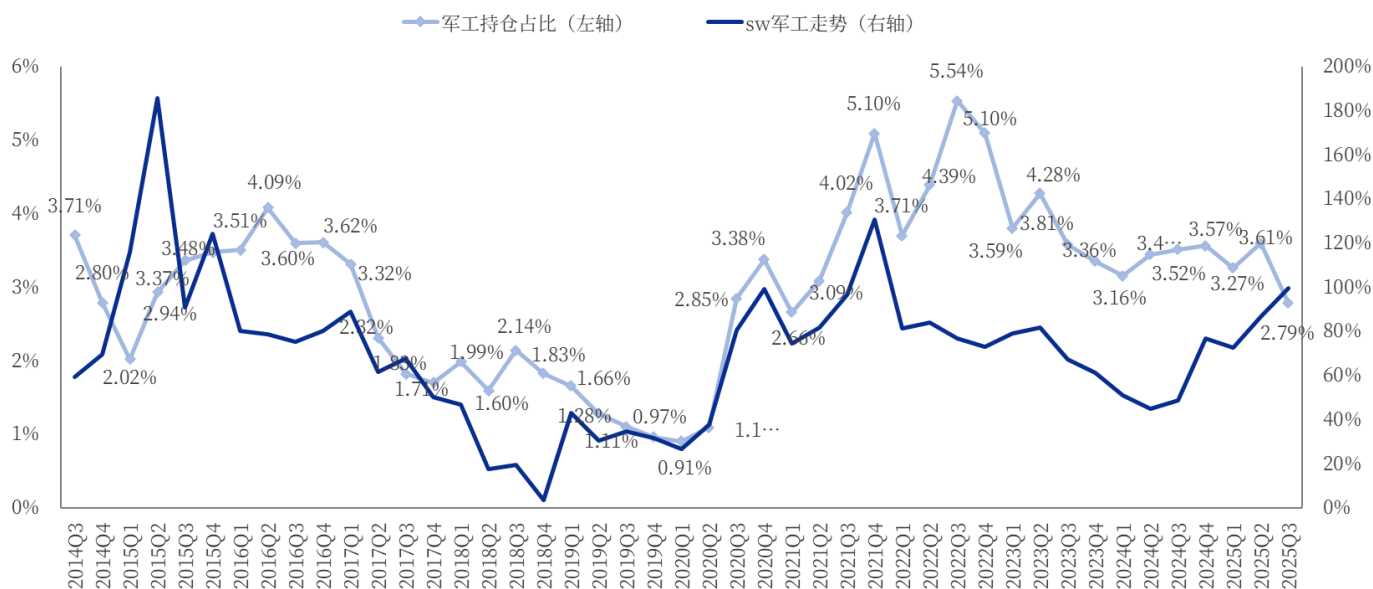


### 三、军工板块 25Q3 基金持仓情况

#### （一）基金军工持仓环比下降

主动型公募基金军工持仓占比 2.79%，环比下降 0.82pct；2025Q3 主动型公募基金军工持仓占比 2.79%，环比下降 0.82pct，同比下降 0.73pct。

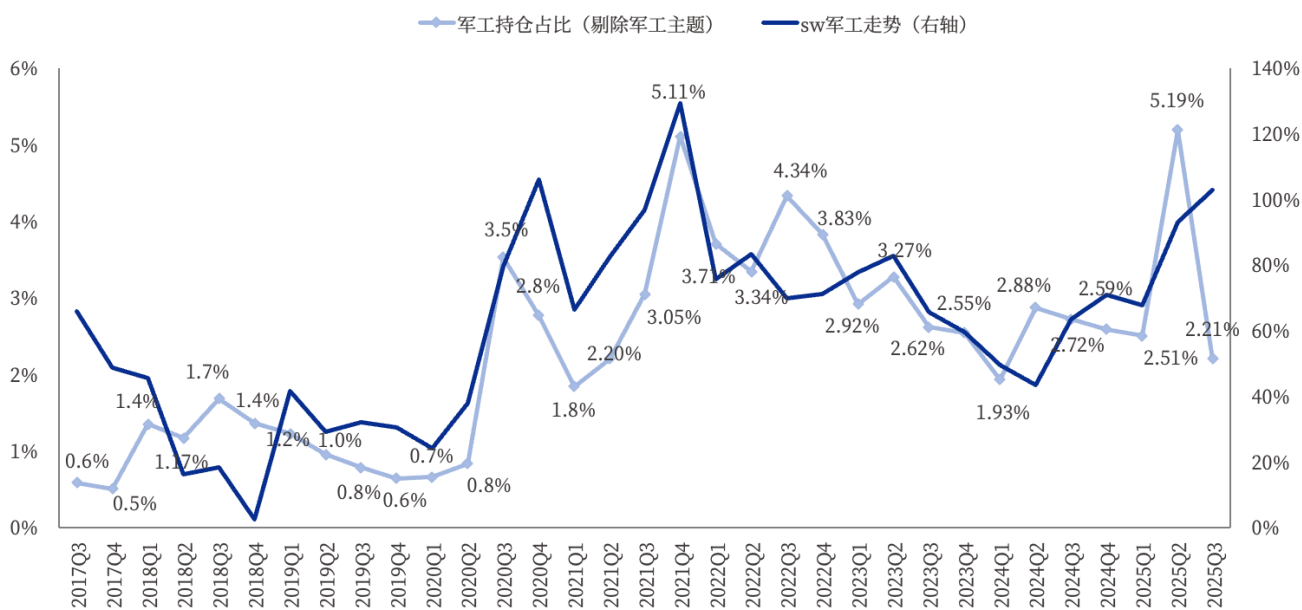
图8：基金军工持仓占比与军工指数走势对比



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

剔除军工主题基金后，其他主动基金军工持仓环比下降。2025Q3 基金（剔除军工主题）持仓占比 2.21%，环比下降 2.98pct，同比下降 0.51pct。

图9：基金军工持仓占比（剔除军工主题）与军工指数走势对比

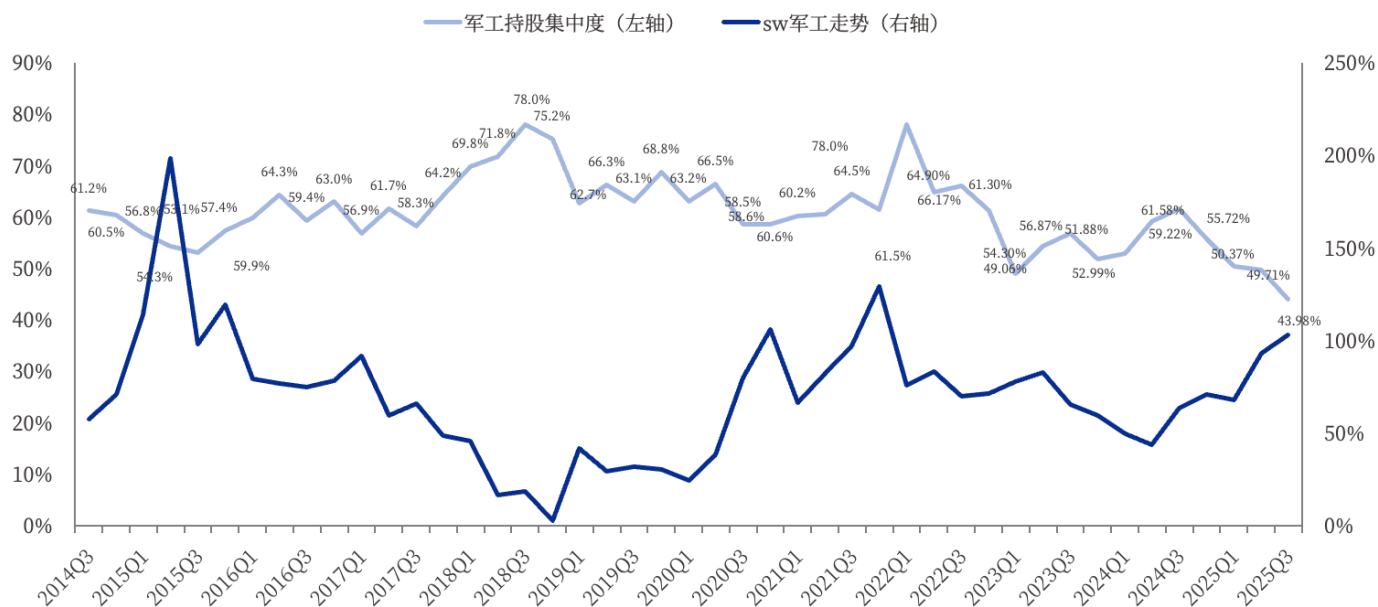


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

## （二）持仓集中度环比有所下滑

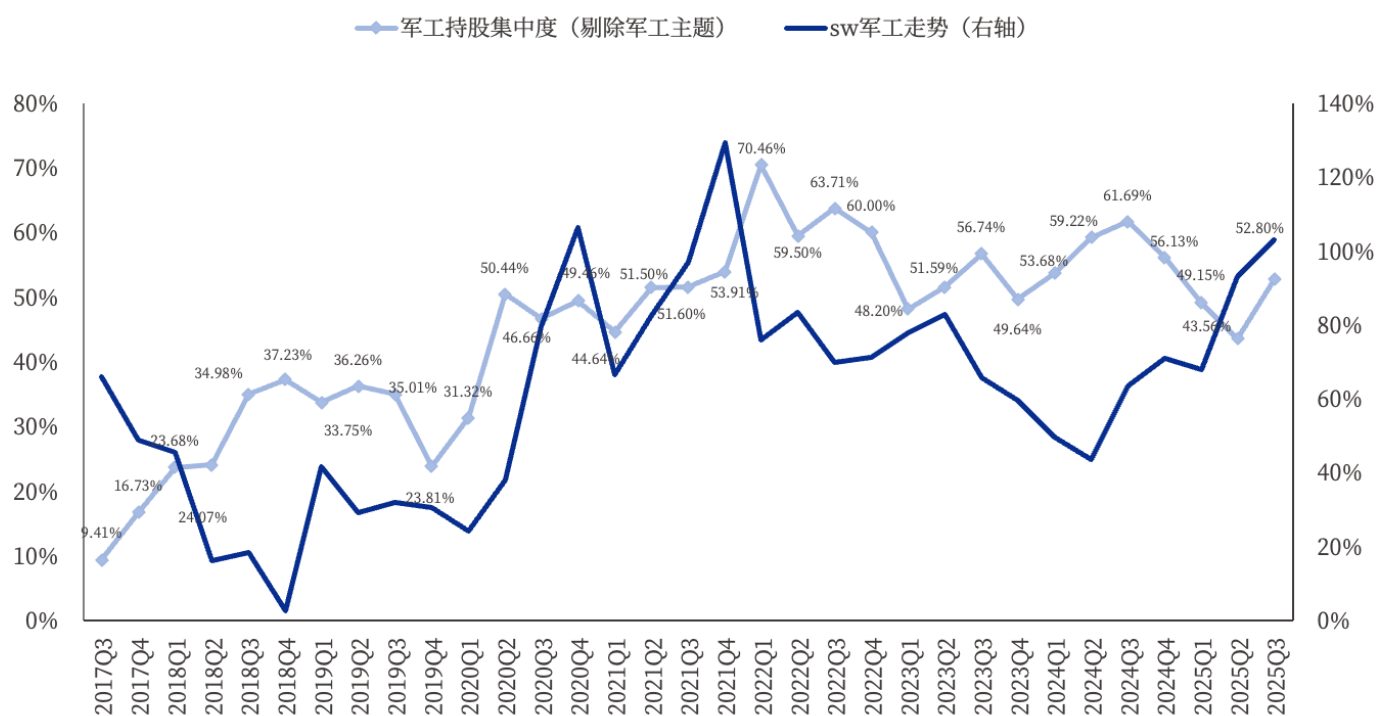
2025Q3 持仓集中度（CR10）43.98%，环比下降 5.73pct，同比下降 17.60pct。剔除军工主题基金后，CR10 集中度为 52.80%，环比上升 9.24pct，同比下降 8.89pct。军工股持仓集中度与 sw 军工走势相关性为-0.53，呈现显著负相关关系。

图10：基金军工持仓集中度与军工指数走势对比



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图11：基金军工持仓集中度（剔除军工主题）与军工指数走势对比



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

根据公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从 2025Q3 表现看，持股市值排名前二十的公司中包括 8 家军工集团央企、3 家地方军工国企以及 9 家民营企业，市值占比分别为 44.86%、14.49%和 40.65%。

表14：前二十大持仓军工股变化情况（持股市值以 2025.6.30 日计算）

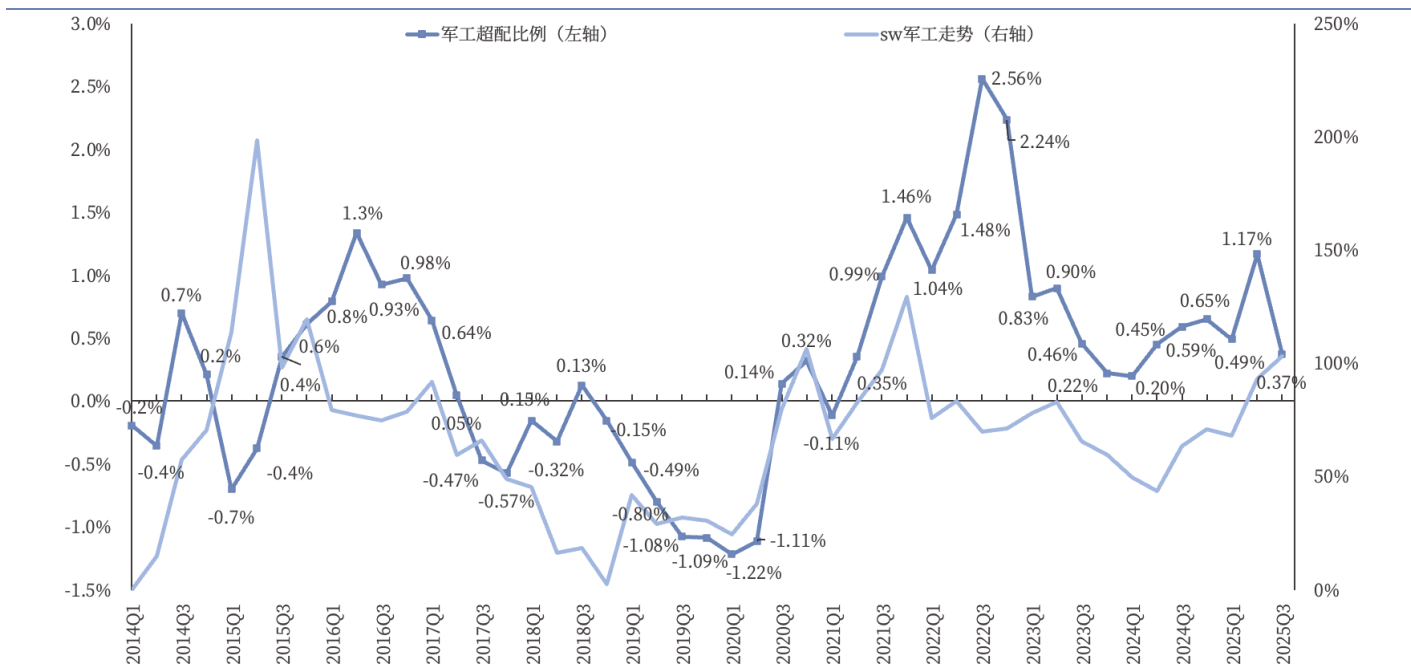
名次	名称	持股总市值（亿元）	持股市值季度环比	持股数量季度环比
1	中航沈飞	58.4	-21.34%	32.62%
2	睿创微纳	37.1	-53.83%	119.04%
3	紫光国微	23.1	-7.57%	42.25%
4	华丰科技	22.4	48.43%	148.13%
5	中航光电	22.3	-71.10%	-76.42%
6	航发动力	22.0	-35.73%	-42.73%
7	西部超导	19.8	6.56%	39.04%
8	菲利华	19.1	-71.92%	9.27%
9	臻镭科技	17.8	23.95%	166.48%
10	国睿科技	17.1	-63.67%	-70.21%
11	中国船舶	15.4	-38.69%	-19.86%
12	图南股份	14.0	58.59%	39.72%
13	广东宏大	13.3	-68.32%	-59.43%
14	航天电器	13.3	-75.13%	-56.15%
15	中航西飞	13.0	-29.94%	-36.78%
16	中简科技	12.1	10.80%	380.16%
17	应流股份	11.8	-22.62%	-61.95%
18	鸿远电子	10.9	47.10%	236.28%
19	振华科技	10.2	-84.07%	3.94%
20	豪能股份	9.7	-36.83%	-76.22%

资料来源：IFinD、中国银河证券研究院

（三）超配比例小幅减少

2025Q3 军工板块超配比例为 0.37%，环比下降 0.80pct，同比下降 0.22pct，超配比例下降，低于 24Q3 同期水平。

图12: 基金军工超配比例与军工指数走势对比



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议：26 年聚焦四条主线

### 26 年聚焦军工产业链上游、军贸、两机和装备智能化机会

**短期看**，2026 年作为“十五五”首年，主机端有望开启备货周期，军工产业链上游或将率先受益，订单端牵引最早于 25 年末启动。

**中期看**，军贸需求迎重大拐点，中式装备的全球市占率或将从 3% 快速提升至 10%-15%。装备总需求“量价”齐升，主机和关键分系统厂商显著获益。AI 对发电侧的强劲需求有望带动燃机产业链持续强势。

**长期看**，聚焦 2027 年建军百年重要节点，国防开支有望维持 7% 左右的较高增速，叠加新一代主战装备迭代加速和新质战斗力需求跃升，行业高景气有望延续。

#### 建议关注：

- **军贸领域**：中航沈飞、航天南湖、国睿科技、航天彩虹、中航成飞；
- **商业航天+低空+深海科技**：中国卫星、航天电子、四川九洲、中科海讯；
- **弹产业链**：菲利华、理工导航、长盈通、航天电器；
- **两机产业链**：航发动力、华秦科技、航宇科技、钢研高纳；
- **智能化&信息化**：复旦微电、紫光国微、晶品特装、智明达。

## 五、风险提示

**央国企改革/重组进度不及预期的风险**：央国企组织架构复杂，叠加军工企业有保密需求，改革、重组难度较大，或因多重因素影响进度。

**军审定价风险**：根据我国军品采购价格管理相关制度，部分军品销售价格须经军审定价，且可能在确定军审价格时需就相关产品前期累计销售数量与价差的乘积与客户进行退补差价，或对部分公司业绩产生部分影响。

**下游订单不及预期的风险**：军工主要产品应用于航空、航天、兵器、船舶等领域，军方每年订单或根据国家政策、宏观环境而有所变动。

**行业竞争加剧的风险**：随着国家产业政策的调整开放以及我国军工产品整体研发制造水平的提升，未来可能有更多的竞争对手进入军工细分行业，行业竞争可能加剧，对当前行业内所在公司的产品销量、价格、市场占有率、毛利率可能产生不利影响。

## 附录

表15：军工板块股票选取

000066.SZ	中国长城	300099.SZ	尤洛卡	301566.SZ	达利凯普	688122.SH	西部超导
000519.SZ	中兵红箭	300101.SZ	振芯科技	301592.SZ	六九一二	688132.SH	邦彦技术
000547.SZ	航天发展	302132.SZ	中航成飞	600038.SH	中直股份	688143.SH	长盈通
000561.SZ	烽火电子	300123.SZ	亚光科技	600118.SH	中国卫星	688151.SH	华强科技
000576.SZ	甘化科工	300227.SZ	光韵达	600151.SH	航天机电	688172.SH	燕东微
000733.SZ	振华科技	300342.SZ	天银机电	600184.SH	光电股份	688186.SH	广大特材
000738.SZ	航发控制	300354.SZ	东华测试	600316.SH	洪都航空	688231.SH	隆达股份
000768.SZ	中航西飞	300395.SZ	菲利华	600343.SH	航天动力	688237.SH	超卓航科
000801.SZ	四川九洲	300397.SZ	天和防务	600372.SH	中航机载	688239.SH	航宇科技
000818.SZ	航锦科技	300424.SZ	航新科技	600391.SH	航发科技	688270.SH	臻镭科技
001316.SZ	润贝航科	300447.SZ	全信股份	600399.SH	抚顺特钢	688272.SH	富吉瑞
002025.SZ	航天电器	300474.SZ	景嘉微	600416.SH	湘电股份	688281.SH	华泰科技
002049.SZ	紫光国微	300489.SZ	光智科技	600435.SH	北方导航	688282.SH	理工导航
002149.SZ	西部材料	300581.SZ	晨曦航空	600456.SH	宝钛股份	688283.SH	坤恒顺维
002151.SZ	北斗星通	300589.SZ	江龙船艇	600523.SH	贵航股份	688295.SH	中复神鹰
002171.SZ	楚江新材	300593.SZ	新雷能	600562.SH	国睿科技	688297.SH	中无人机
002179.SZ	中航光电	300629.SZ	新劲刚	600760.SH	中航沈飞	688311.SH	盟升电子
002265.SZ	建设工业	300696.SZ	爱乐达	600765.SH	中航重机	688333.SH	铂力特
002297.SZ	博云新材	300699.SZ	光威复材	600862.SH	中航高科	688375.SH	国博电子
002338.SZ	奥普光电	300711.SZ	广哈通信	600877.SH	电科芯片	688439.SH	振华风光
002361.SZ	神剑股份	300722.SZ	新余国科	600879.SH	航天电子	688510.SH	航亚科技
002389.SZ	航天彩虹	300726.SZ	宏达电子	600893.SH	航发动力	688523.SH	航天环宇
002413.SZ	雷科防务	300747.SZ	锐科激光	600967.SH	内蒙一机	688539.SH	高华科技
002414.SZ	高德红外	300762.SZ	上海瀚讯	600990.SH	四创电子	688543.SH	国科军工
002446.SZ	盛路通信	300775.SZ	三角防务	601606.SH	长城军工	688552.SH	航天南湖
002465.SZ	海格通信	300777.SZ	中简科技	603131.SH	上海沪工	688563.SH	航材股份
002520.SZ	日发精机	300810.SZ	中科海讯	603267.SH	鸿远电子	688582.SH	芯动联科
002651.SZ	利君股份	300855.SZ	图南股份	603308.SH	应流股份	688586.SH	江航装备
002683.SZ	广东宏大	300875.SZ	捷强装备	603678.SH	火炬电子	688592.SH	司南导航
002829.SZ	星网宇达	300900.SZ	广联航空	603712.SH	七一二	688629.SH	华丰科技
002933.SZ	新兴装备	300965.SZ	恒宇信通	603809.SH	豪能股份	688636.SH	智明达
002935.SZ	天奥电子	300971.SZ	博亚精工	605123.SH	派克新材	688682.SH	霍莱沃
002977.SZ	天箭科技	301050.SZ	雷电微力	688002.SH	睿创微纳	688685.SH	迈信林
002985.SZ	北摩高科	301117.SZ	佳缘科技	688010.SH	福光股份	688708.SH	佳驰科技
003009.SZ	中天火箭	301213.SZ	观想科技	688011.SH	新光光电	688709.SH	成都华微
003031.SZ	中瓷电子	301302.SZ	华如科技	688053.SH	思科瑞	688776.SH	国光电气
300034.SZ	钢研高纳	301306.SZ	西测测试	688070.SH	纵横股份	688788.SH	科思科技
300053.SZ	航宇微	301357.SZ	北方长龙	688081.SH	兴图新科		
300065.SZ	海兰信	301517.SZ	陕西华达	688084.SH	晶品特装		

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 2022 -2025 季度累计军工板块经营情况（累计值，单位：亿元） .....	3
图 2: 2022 -2025 季度累计军工板块经营情况（累计值，单位：亿元） .....	4
图 3: 2022Q3-2025Q3 军工板块经营情况（单季度，单位：亿元） .....	4
图 4: 2022Q3-2025Q3 军工板块经营情况（单季度，单位：亿元） .....	5
图 5: 2020Q3-2025Q3 军工板块净利率及毛利率（单季度） .....	5
图 6: 2020Q3-2025Q3 军工板块净利率及毛利率（单季度） .....	6
图 7: 2020Q3-2025Q3 军工板块 ROE（单季度） .....	9
图 8: 基金军工持仓占比与军工指数走势对比 .....	16
图 9: 基金军工持仓占比（剔除军工主题）与军工指数走势对比 .....	16
图 10: 基金军工持仓集中度与军工指数走势对比 .....	17
图 11: 基金军工持仓集中度（剔除军工主题）与军工指数走势对比 .....	17
图 12: 基金军工超配比例与军工指数走势对比 .....	19
表 1: 军工板块利润表 .....	6
表 2: 军工板块资产负债表（亿元，未扣除中航成飞影响） .....	7
表 3: 军工板块资产负债表（亿元，扣除中航成飞） .....	8
表 4: 军工板块现金流量表摘要（亿元） .....	9
表 5: 各赛道业绩情况（亿元） .....	10
表 6: 军工主机厂业绩情况（亿元） .....	10
表 7: 军工主机厂合同负债情况（亿元） .....	11
表 8: 军工主机厂存货情况（亿元） .....	11
表 9: 军工信息化板块业绩情况（亿元） .....	12
表 10: 军工新材料板块业绩情况（亿元） .....	13
表 11: 军工元器件板块业绩情况（亿元） .....	14
表 12: 军工机加工板块业绩情况（亿元） .....	15
表 13: 分赛道业绩情况（亿元） .....	15
表 14: 前二十大持仓军工股变化情况（持股市值以 2025.6.30 日计算） .....	18
表 15: 军工板块股票选取 .....	21



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良：制造组组长&军工行业首席分析师。**证券从业 11 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森 军工行业分析师。**证券从业 5 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%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 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn  
 褚颖 010-80927755chuying\_yj@chinastock.com.cn