

军工行业25年年报及26年一季报业绩综述： 景气恢复已至，关注新域新质方向

军工组

分析师：杨 晨 执业编号：S1130522060001

- **25年军工行业景气修复已至：**25年军工行业整体实现营收6447亿元（同比+8.1%），归母净利润243亿元（同比-4.9%）。收入端已呈修复态势，景气底部基本确认，但当前主要矛盾仍在盈利端，受军品价格调整、产品结构波动及持续投入影响，利润修复节奏相对滞后。25年行业毛利率18.9%（同比-0.2pct），净利率3.8%（同比-0.5pct），期间费用率13.1%（同比-0.3pct）。
- **26Q1军工行业呈现进一步复苏：**板块整体实现营收1149亿元（同比+10.2%），归母净利润45亿元（同比-12.5%），利润同比仍有压力，但毛利率20.4%、净利率3.9%，分别较25Q4提升 3.1pct，盈利能力已明显边际修复。资产负债端看，26Q1合同负债556亿元，较25年末+14.6%，预付款、存货及在建工程继续增长，订单获取与备产扩产信号增强；分赛道看，兵器、电子信息化、新域新质等方向景气修复已逐步传导。
- **我们认为：**2026年作为十五五开局之年，国防建设仍是刚需，军贸出口有望打开军工装备的新增长极；此外高端军转民用领域也将迎来长期发展。建议重点关注六大主线方向：一是以无人装备、消耗弹药、智能化等代表的新质战斗力，二是军贸出口，三是商业航天，四是国产大飞机及发动机，五是燃机产业链，六是AI算力硬件。
- **风险提示：**批产订单下放不及预期，产能释放进度不及预期

目录

- 01 军工行业整体：利润端仍承压，景气修复趋势已明
- 02 分下游领域：25年兵器/电子信息化表现亮眼，26Q1兵器景气延续
- 03 分产业链环节：收入延续修复，中游改善、上中游扩产增强
- 04 主要细分赛道表现
- 05 关联交易与经营计划
- 06 投资建议与相关标的
- 07 风险提示

01 军工行业整体：利润端仍承压， 景气修复趋势已明

25年收入修复但盈利承压，26Q1利润率环比改善

- 25年军工行业实现营收6447亿元（同比+8.1%），归母净利润243亿元（同比-4.9%）。行业收入端已呈修复态势，景气底部基本确认，当前主要矛盾仍在盈利端，受军品价格调整、产品结构波动及持续投入影响，利润修复节奏相对滞后。25年行业毛利率18.9%（同比-0.2pct），净利率3.8%（同比-0.5pct），期间费用率13.1%（同比-0.3pct）。
- 26Q1军工行业实现营收1149亿元（同比+10.2%），归母净利润45亿元（同比-12.5%）。单季度毛利率同比-0.9pct、环比+3.5pct；净利率3.9%，同比-1.0pct、环比+3.1pct；期间费用率15.7%，同比持平、环比+2.7pct。季度盈利同比仍有压力，但较25Q4已明显修复。

表1：军工行业2025年及25Q4、26Q1基本面表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	6,447	8.1%	2,266	14.9%	45.6%	1,149	10.2%	-49.3%
归母净利润(亿)	243	-4.9%	19	267.6%	-74.9%	45	-12.5%	138.1%
毛利率				0.4pct	1.8			
净利率	3.8%	-0.5pct	0.8%	1.4pct	-4.0pct	3.9%	-1.0pct	3.1pct
期间费用率	13.1%	-0.3pct	13.0%	-0.8pct	0.2pct	15.7%	0.0pct	2.7pct

图1：军工行业各年营收及利润

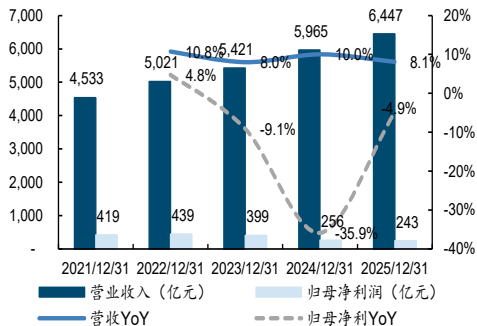


图2：军工行业各年利润率及期间费用率

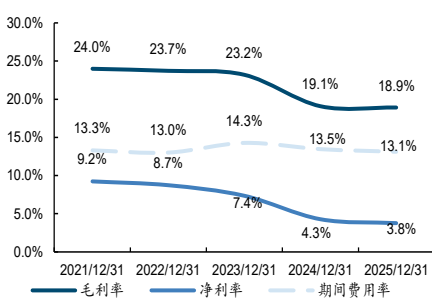


图3：军工行业各年一季度营收及利润

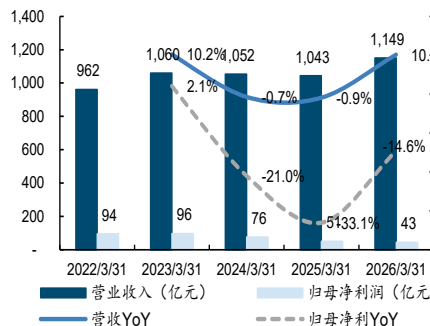
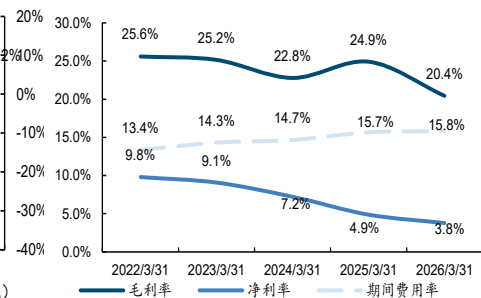


图4：军工行业各年一季度利润率及期间费用率



25年订单交付与现金流承压，26Q1预付款与在建工程延续增长

- 25年末军工行业合同负债485亿元，较年初-22.9%；预付款项755亿元，较年初+28.1%；存货2784亿元，较年初-0.5%。合同负债回落反映部分存量订单进入交付确认阶段，预付款保持增长表明企业备产节奏仍在推进。
- 26Q1军工行业合同负债556亿元，较年初+14.6%，订单获取有所恢复；预付款项768亿元，较年初+1.7%；存货2995亿元，较年初+7.6%；在建工程513亿元，较年初+9.9%；固定资产2356亿元，较年初+0.1%。合同负债与存货继续上行，反映行业备产扩产仍在延续，景气修复迹象进一步增强。
- 25年军工行业资本开支480亿元，同比+30.0%，全年经营性净现金流96亿元，低于上年同期321亿元；26Q1单季度经营性净现金流39亿元，资本开支147亿元，仍维持较高投入水平。

图5：军工行业23Q4-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

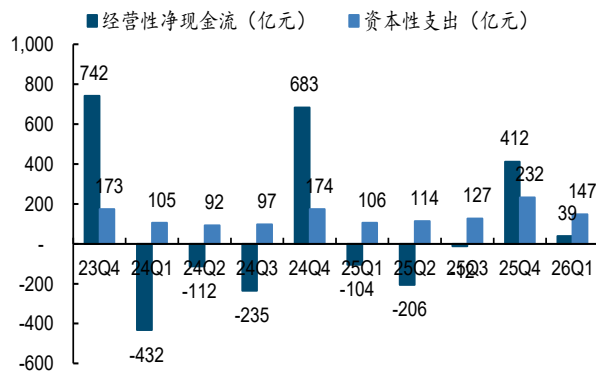


表2：军工行业2024年及25Q1资产负债和现金流

单位：亿	12/31/2025	9/30/2025	较上一季度末增长	3/31/2025	较年初增长	3/31/2026	较年初增长
合同负债	485	606	-20.0%	629	-22.9%	556	14.6%
预付款项	755	823	-8.2%	590	28.1%	768	1.7%
存货	2,784	3,019	-7.8%	2,796	-0.5%	2,995	7.6%
在建工程	467	422	10.6%	378	23.5%	513	9.9%
固定资产	2,354	2,213	6.3%	2,152	9.4%	2,356	0.1%
应收款项	4,153	4,072	2.0%	3,632	14.4%	3,944	-5.0%
	12/31/2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比
资本性支出	480	30.0%	235	34.9%	79.6%	147	39.2%
	12/31/2025	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	26Q1	上一季度
经营性净现金流	96	321	412	683	-12	39	412

02 分下游领域：25年兵器、电子信 息化表现亮眼，26Q1兵器景气 延续

25年兵器、电子信息化业绩弹性突出，26Q1兵器延续景气修复

- 25年电子信息化、航空、航天、兵器、舰船领域营业收入分别同比+13.2%/+5.0%/+9.3%/+30.6%/+6.1%，归母净利润分别同比+504.7%/-15.0%/-29.1%/+209.6%/-36.3%。其中，兵器与电子信息化板块业绩弹性释放较为明显；航空板块营收3986亿元、归母净利润203.5亿元，仍是军工板块最主要的收入与利润来源。
- 兵器板块部分公司业绩弹性突出，2025年北方长龙、光电股份、中兵红箭、北方导航、长城军工归母净利润分别同比+326%、+125%、+113%、+104%。
- 26Q1兵器板块营收同比+30.9%，归母净利润同比+851.1%，延续高增长态势；电子信息化板块营收同比+18.7%，归母净利润同比+123.9%，继续改善。军工行业修复方向明确，细分赛道景气传导节奏仍不一致

表4：军工行业各领域2025年与25Q4、26Q1营收及归母净利润

	2025				25Q4				26Q1			
	营业收入(亿)	营收同比	归母净利润(亿)	同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
电子信息化	1039	13.2%	12.2	504.7%	15.4%	25.7%	-4.3%	-287.6%	18.7%	-33.2%	123.9%	-121.6%
航空	3986	5.0%	203.5	-15.0%	13.3%	51.1%	37.2%	10.2%	0.4%	-58.7%	-24.8%	-38.3%
航天	949	9.3%	16.1	-29.1%	6.1%	20.5%	7.9%	-56.1%	28.5%	-16.5%	-30.0%	50.7%
兵器	365	30.6%	8.7	209.6%	59.6%	116.7%	125.2%	110.3%	30.9%	-54.2%	851.1%	-71.3%
舰船	107	6.1%	2.9	-36.3%	14.1%	81.2%	-91.8%	-69.9%	1.2%	-47.6%	-35.9%	-19.1%

表3：军工各领域25年及25Q4、26Q1毛利率、净利率及期间费用率

	2025		25Q4		26Q1	
	毛利率	同比	毛利率	环比	净利率	环比
电子信息化	39.8%	1.1pct	2.8%	-5.6pct	1.8pct	15.7pct
航空	15.7%	-0.6pct	-0.7%	-0.8pct	-1.8pct	1.7pct
航天	10.3%	-1.3pct	0.7%	1.9pct	-1.2pct	0.6pct
兵器	17.4%	2.5pct	8.5%	-3.4pct	1.6pct	-0.8pct
舰船	18.8%	-3.9pct	-6.2%	-9.1pct	-0.4pct	7.3pct

	2025		25Q4		26Q1	
	净利率	同比	净利率	环比	期间费用率	同比
电子信息化	1.2%	1.5pct	2.4pct	-19.8pct	2.5pct	1.9pct
航空	5.1%	-1.2pct	0.6pct	-1.3pct	-1.2pct	0.6pct
航天	1.7%	-0.9pct	0.01pct	-1.3pct	0.3pct	2.0pct
兵器	2.4%	5.2pct	15.5pct	-0.1pct	-5.0pct	-4.3pct
舰船	2.7%	-1.8pct	-6.2pct	-2.4pct	-3.6pct	-5.1pct

25年兵器、电子信息化资产负债端更积极，26Q1新订单动能增强

表5：军工行业各领域25及26Q1资产负债端情况

单位：亿	所属赛道	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
25	电子信息化	82.6	12.3%	79.6	5.0%	470.4	-2.0%	190.2	89.2%	487.5	8.1%	943.3	4.5%
	航空	291.3	-36.8%	525.7	44.6%	1,799.9	-1.4%	224.3	4.2%	1,406.4	9.8%	2,635.4	18.8%
	航天	53.6	5.1%	80.3	-15.5%	358.8	6.7%	28.4	-25.7%	274.1	12.2%	272.9	6.7%
	兵器	49.9	37.6%	49.4	41.4%	102.6	0.7%	18.6	-1.9%	146.2	5.5%	194.6	28.8%
26Q1	舰船	7.6	8.4%	20.4	0.9%	52.1	-1.3%	5.8	39880%	107.3		107.3	3.2%
	电子信息化	84.6	15.8%	83.7	1.1%	504.4	2.0%	244.3	117.0%	482.1	6.3%	943.0	3.0%
	航空	357.3	-10.2%	524.8	35.9%	1,959.2	4.3%	213.9	4.2%	1,418.8	7.3%	2,438.8	3.6%
	航天	50.2	-8.2%	80.0	-11.1%	387.5	11.3%	28.7	-13.7%	270.6	5.7%	298.8	3.7%
	兵器	55.4	111.3%	56.3	21.2%	89.6	-11.5%	19.7	10.6%	144.9	4.7%	155.2	-10.7%
	舰船	9.0	30.6%	22.8	6.5%	54.1	0.7%	6.1	-0.5%	39.4	7.2%	108.0	0.0%

表6：军工行业各领域2025年与25Q4、26Q1资本性支出和经营性净现金流

单位：亿	资本性支出									经营性净现金流						
	2025	同比增长	25Q4	同比增长	环比增长	26Q1	同比增长	环比增长	2025	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	26Q1	去年同期	上一季度
电子信息化	199.0	80.7%	95.9	82.2%	60.8%	77.3	99.6%	-19.3%	160.5	127.9	126.0	94.0	0.3	-44.1	-41.3	126.0
航空	219.6	7.3%	107.7	20.4%	86.4%	55.6	1.4%	-46.6%	-137.0	161.1	169.2	474.5	-6.0	107.9	-22.3	169.2
航天	40.2	11.9%	22.0	-10.3%	176.8%	7.6	15.4%	-65.6%	39.9	34.4	53.0	65.9	-4.1	-43.2	-33.8	53.0
兵器	17.1	28.1%	8.1	39.9%	78.7%	4.4	-7.2%	-46.1%	12.3	-12.5	46.6	38.5	-1.3	25.8	-0.5	46.6
舰船	4.1	-22.4%	1.6	-22.0%	45.4%	2.0	199.6%	26.5%	20.5	9.9	17.1	10.4	-1.0	-7.1	-6.1	17.1

03 分产业链环节：收入延续修复， 中游改善、上中游扩产增强

25年各环节收入延续增长，26Q1中游盈利边际改善更明显

- 25年军工上、中、下游分别实现营收1679、1844、2924亿元，同比+10.3%/+8.3%/+6.7%；归母净利润分别为110.8、26.1、106.3亿元，同比-17.2%/+37.6%/+3.3%。全产业链收入端延续修复，其中中游利润改善最为突出，上游利润端仍有一定压力。
- 25年上、中、下游毛利率分别为22.3%/29.3%/10.4%，同比-2.1pct/+0.4pct/+0.4pct；净利率分别为6.6%/1.4%/3.6%，同比-2.2pct/+0.3pct/-0.1pct。上游盈利能力回落幅度相对较大，中游毛利率与净利率均实现改善，下游整体保持相对平稳。
- 26Q1上、中、下游营收分别同比+19.8%/+7.3%/+2.9%，归母净利润分别同比-17.7%/-0.8%/-18.0%。收入端修复仍在延续，但利润端修复节奏存在分化；其中中游毛利率同比+0.3pct、环比+3.2pct，净利率同比-0.3pct、环比+11.9pct，边际改善更为明显。

表7：军工各环节2025年与25Q4、26Q1毛利率、净利率与期间费用

2025	毛利率	同比	净利率	同比	期间费用率	同比
上游	22.3%	-2.1pct	6.6%	-2.2pct	14.2%	-0.2pct
中游	29.3%	0.4pct	1.4%	0.3pct	23.4%	-0.5pct
下游	10.4%	0.4pct	3.6%	-0.1pct	6.1%	-0.4pct
25Q4	毛利率同比	环比	净利率同比	环比	期间费用率同比	环比
上游	-3.3pct	-2.5pct	-2.5pct	-3.4pct	-0.9pct	1.0pct
中游	3.1pct	-3.3pct	2.5pct	-13.3pct	0.0pct	1.5pct
下游	1.1pct	1.9pct	2.0pct	0.7pct	-0.6pct	1.3pct
26Q1	毛利率同比	环比	净利率同比	环比	期间费用率同比	环比
上游	-2.5pct	-1.2pct	-2.1pct	1.1pct	0.1pct	-1.8pct
中游	0.3pct	3.2pct	-0.3pct	11.9pct	-0.5pct	-0.8pct
下游	-0.5pct	0.2pct	-0.7pct	-1.1pct	0.4pct	2.3pct

表8：军工行业各环节2025年与25Q4、26Q1营收与归母净利润

	25		25Q4				26Q1					
	营业收入(亿)	营收同比	归母净利润(亿)	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
上游	1,679	10.3%	110.8	-17.2%	11.3%	8.4%	-35.0%	-45.2%	19.8%	-6.6%	-17.7%	22.1%
中游	1,844	8.3%	26.1	37.6%	9.2%	33.0%	17.7%	-286.0%	7.3%	-33.6%	-0.8%	135.5%
下游	2,924	6.7%	106.3	3.3%	19.1%	75.6%	152.0%	117.6%	2.9%	-72.3%	-18.0%	-79.9%

25年各环节订单持续交付，26Q1上中游备产扩产信号增强

表9：军工行业各环节2025年与2026Q1资产负债端情况

2025	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
上游	27.7	7.0%	37.0	18.0%	512.7	7.2%	213.3	47.4%	631.7	15.6%
中游	133.2	0.6%	123.6	-5.0%	875.8	2.4%	139.8	6.7%	903.3	7.3%
下游	324.2	-31.1%	594.8	38.9%	1,395.2	-4.6%	114.1	11.2%	819.0	7.3%
2026Q1	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
上游	29.3	8.5%	35.1	1.7%	560.7	15.5%	266.0	86.3%	630.9	10.3%
中游	135.6	7.1%	133.0	-1.0%	922.1	4.6%	146.5	10.4%	897.8	4.4%
下游	391.5	-3.3%	599.4	30.9%	1,512.0	0.2%	100.4	0.6%	827.1	6.7%

- 25年上、中、下游合同负债分别较年初+7.0%/+0.6%/-31.1%，预付款项分别较年初+18.0%/-5.0%/+38.9%。其中，上中游合同负债保持增长，下游预付款提升较快，反映产业链订单执行与备产节奏仍在推。
- 26Q1上、中、下游合同负债分别较年初+8.5%/+7.1%/-3.3%，预付款项分别较年初+1.7%/-1.0%/+30.9%，存货分别较年初+15.5%/+4.6%/+0.2%。同时，上、中、下游在建工程分别较年初+86.3%/+10.4%/+0.6%，显示上游扩产建设加快，产业链备产信号进一步强化。
- 26Q1下游经营性现金流同比明显改善，上中游仍有一定回款压力，但各环节整体仍维持一定投入强度，订单交付与产能建设并行推进。

表10：军工各环节2025年25Q4、26Q1资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出									经营性净现金流						
	2025	同比增长	25Q4	同比增长	环比增长	26Q1	同比增长	环比增长	2025	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	26Q1	去年同期	上一季度
上游	203.6	84.2%	92.3	78.9%	41.1%	80.0	87.1%	-13.4%	135.4	138.1	111.8	73.4	-28.5	-78.4	-41.1	111.8
中游	151.8	-0.5%	67.4	3.1%	64.6%	43.3	4.1%	-35.7%	218.6	100.6	199.1	150.6	9.8	-41.9	-40.8	199.1
下游	124.7	17.4%	75.6	31.4%	207.0%	23.6	11.4%	-67.2%	-257.8	82.0	101.1	459.3	6.5	159.6	-22.2	101.1

04 主要细分赛道表现

航空主机厂：25年盈利能力保持韧性，26Q1业绩阶段性承压

- 25年航空主机厂实现营收1976亿元（同比+6.1%），归母净利润88亿元（同比+6.8%）。从盈利质量看，毛利率9.2%，同比提升1.0pct；净利率4.5%，同比持平；期间费用率4.2%，同比下降0.3pct。整体看，航空主机厂收入端保持稳步增长，利润端同步修复，盈利能力延续较强韧性。
- 26Q1航空主机厂实现营收188亿元（同比-8.1%），归母净利润6亿元（同比-39.4%）；毛利率9.1%，同比下降1.0pct；净利率3.4%，同比下降1.8pct；期间费用率6.1%，同比提升0.9pct，板块业绩阶段性承压。主要受主机厂交付节奏、合同签订及收入确认时点影响，其中中航沈飞一季度收入和利润下滑较多，主要是受产品结构调整及交付进度影响，对板块形成较明显拖累。

表11：航空主机厂2025年及25Q4、26Q1业绩基本面表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	1,976	6.1%	802	21.2%	57.9%	188	-8.1%	-76.6%
归母净利润(亿)	88	6.8%	39	121.4%	106.4%	6	-39.4%	-83.3%
毛利率	9.2%	+1.0pct	10.7%	+1.2pct	+3.0pct	9.1%	-1.0pct	-1.6pct
净利率	4.5%	+0.0pct	4.8%	+2.2pct	+1.1pct	3.4%	-1.8pct	-1.4pct
期间费用率	4.2%	-0.3pct	5.3%	-0.8pct	+2.2pct	6.1%	+0.9pct	+0.8pct

图6：航空主机厂各年营收及利润

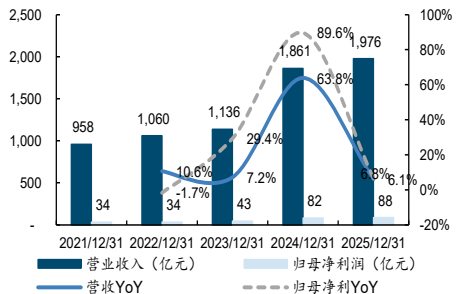


图7：航空主机厂各年主要盈利指标情况

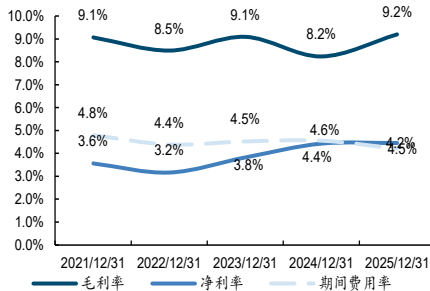


图8：航空主机厂各年一季度营收及利润

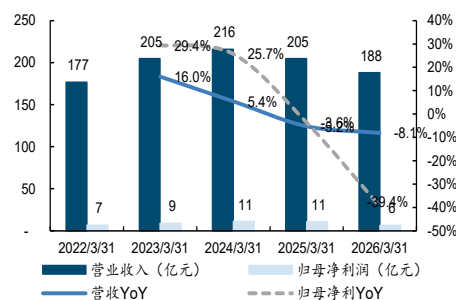
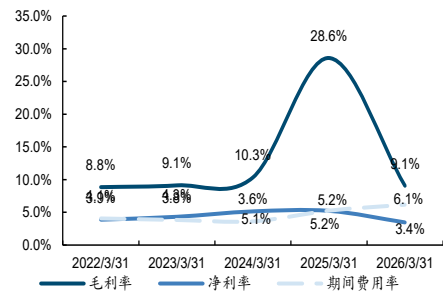


图9：航空主机厂各年一季度利润率及期间费用率



航空主机厂：25年交付消化，26Q1新订单与回款边际改善

- 25年末航空主机厂合同负债185亿元，较年初-43.4%；预付款项463亿元，较年初+58.7%；存货717亿元，较年初-5.0%；在建工程66亿元，较年初+57.8%。整体看，25年主机厂持续交付带动合同负债明显回落，同时预付款、在建工程和固定资产保持增长，表明备产与产能建设仍在推进。
- 26Q1末航空主机厂合同负债235亿元，较25年末+27.1%；预付款项456亿元，较25年末-1.5%；存货791亿元，较25年末+10.3%。同时，26Q1经营性净现金流112亿元，较25Q4的35亿元继续改善，资本开支14亿元，同比+46.2%。合同负债回升、存货增加与现金流改善共同表明，新订单签订、备产节奏与回款情况均出现边际修复。

图10：航空主机厂23Q4-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

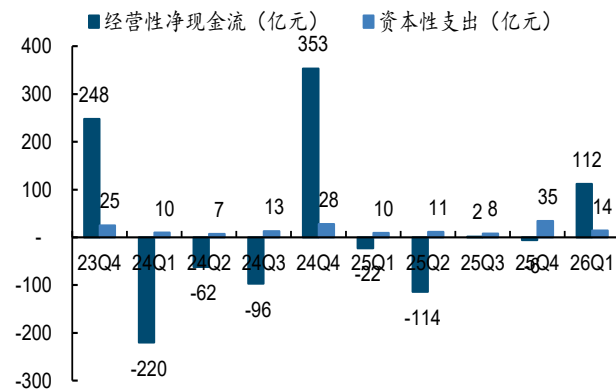


表12：航空主机厂2025年度资产负债和现金流的核心项目变动

单位：亿	12/31/2025	9/30/2025	较上一季度末增长	3/31/2025	较年初增长	3/31/2026	12/31/2025	较上一季度末增长	6/30/2025	较年初增长
合同负债	185	288	-36.0%	326	-43.4%	235	185	27.1%	282	27.1%
预付款项	463	515	-10.1%	292	58.7%	456	463	-1.5%	321	-1.5%
存货	717	789	-9.1%	755	-5.0%	791	717	10.3%	750	10.3%
在建工程	66	62	7.0%	42	57.8%	55	66	-17.2%	45	-17.2%
固定资产	330	319	3.4%	307	7.2%	339	330	2.7%	309	2.7%
应收款项	922	770	19.8%	663	39.0%	734	922	-20.5%	747	-20.5%
	12/31/2025	同比增长	25Q4	同比增长	环比增长	3/31/2026	同比增长	26Q1	同比	环比
资本性支出	61	13.8%	38	35.7%	217.6%	57	11.7%	14	46.2%	-59.6%
	12/31/2025	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	3/31/2026	去年同期	26Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-216	179	-6	353	2	108	234	112	-22	-6

航发产业链：26Q1末合同负债同比增加，回款同比好转

- 25年末航发产业链合同负债72亿（较上一季度末-26.3%），26Q1合同负债83亿（较期初+15.5%），或系新订单签订，收到客户预付款增加所致。
- 25年末航发产业链在建工程82亿（较期初-6.4%），固定资产582亿（较期初+9.1%），26Q1在建工程79亿（较期初-3.2%），固定资产589亿（较期初+1.1%）。前期投入的产能建设逐步转固，产业链仍处于扩产进程中，支撑产业链长期发展。
- 25年航发产业链经营性净现金流44亿元，表现优于去年同期水平；26Q1经营性净现金流为-36亿元（较去年同期-57亿），或系产品销售回款节奏波动所致。

图25：航发产业链23Q3-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

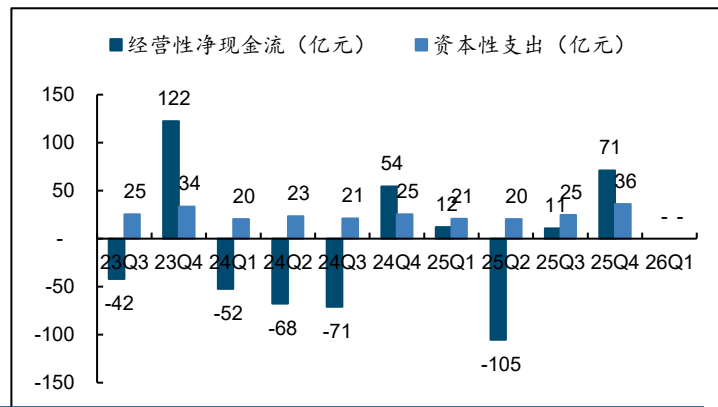


表22：航发产业链2025年及2026Q1资产负债和现金流的核心项目变动

单位：亿	12/31/2025	9/30/2025	较上一季度末增长	12/31/2024	较年初增长	3/31/2026	12/31/2025	较上一季度末增长	12/31/2025	较年初增长
合同负债	72	98	-26.3%	60	23.4%	83	72	15.5%	78	6.9%
预付款项	32	26	21.7%	39	-6.8%	35	32	9.4%	27	27.2%
存货	638	745	-14.3%	562	-5.1%	700	638	3.7%	711	-1.5%
在建工程	82	93	-11.9%	60	-0.7%	79	82	-3.2%	84	-6.4%
固定资产	582	545	6.8%	500	9.2%	589	582	1.1%	540	9.1%
应收款项	919	882	4.3%	771	18.0%	912	919	-0.8%	812	12.4%
		同比增长	25Q4	同比增长	环比增长		去年同期	上一季度	同比	环比
资本性支出	81	16.4%	36	42.2%	45.6%	81	20.9%	20	-2.0%	16-43.5%
		去年同期	25Q4	24Q4	24Q3		去年同期	上一季度	去年同期	上一季度

经营性净现金流 -23
来源：WIND，国金证券研究所

84 71 54 11 96 -4 14 12 71

航发产业链：26Q1下游合同负债增加，25全年上游产能建设分化

● 25年主机厂、航空锻铸造、新材料、部件机加和系统配套合同负债分别较期初-31.2%/+51.3%/+17.3%/+23.7%/-44.9%，存量订单逐步转化收入。存货-13.6%/+15.2%/+6.0%/-25.5%/+9.8%，上中游库存分化。26Q1部件机加预付账款较年初-47.1%，其余环节预付账款均有增加，上中游积极备货备产。

● 26Q1主机厂、航空锻铸造、新材料、部件机加和系统配套合同负债分别较期初+12.1%/-26.9%/-3.1%/-19.4%/-44.2%，下游主机厂新订单已至，增长动能确定。上中游受订单交付结转、价格调整等因素影响，静待景气修复。

● 主机与系统25年经营性净现金流17.9亿，较去年同期好转。25年主机与系统资本性支出同比-17.1%，中游锻造同比-0.4%，高温合金同比-87.1%，钛合金同比+13.9%，特种功能材料同比-36.9%，上游新材料新产能建设投入分化明显。

表14：航发产业链各板块2025年与2026Q1资产负债端情况

2025/12/31	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
新材料	10.0	17.3%	5.3	-16.1%	175.7	6.0%	20.6	-23.3%	172.8	17.5%	180.8	4.4%
航空锻铸造	6.0	51.3%	3.4	-7.0%	100.1	15.2%	33.8	23.1%	113.4	6.2%	165.5	3.6%
部件机加	0.3	23.7%	1.0	-51.3%	24.3	-25.5%	1.7	39.9%	23.5	21.2%	23.9	4.8%
系统配套	1.0	-44.9%	0.7	-19.1%	16.1	9.8%	2.9	-12.8%	37.3	7.1%	54.3	0.8%
主机厂	55.0	-31.2%	21.5	1.0%	322.0	-13.6%	22.6	-3.1%	235.5	4.5%	494.8	33.9%
2026/3/31	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
新材料	9.2	-3.1%	7.8	11.2%	185.4	10.3%	20.1	-21.4%	175.1	15.9%	194.4	10.8%
航空锻铸造	3.1	-26.9%	3.2	10.8%	106.4	20.5%	36.1	25.0%	112.8	4.7%	173.7	3.1%
部件机加	0.3	-19.4%	0.7	-47.1%	25.9	-18.8%	1.7	5.7%	23.3	21.9%	22.5	-4.9%
系统配套	0.9	-44.2%	1.0	11.6%	14.7	-3.0%	2.9	-27.4%	37.7	9.3%	62.5	18.0%
主机厂	70.1	12.1%	22.3	44.8%	367.8	-9.8%	18.3	-25.2%	240.1	5.6%	459.2	17.4%

表15：航发各板块2025年25Q4、26Q1资本性支出和经营性净现金流

单位：亿		资本性支出						经营性净现金流								
	2025	同比增长	25Q4	同比增长	环比增长	26Q1	同比增长	环比增长	2025	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	26Q1	去年同期	上一季度
主机与系统	18.6	-17.1%	6.5	33.5%	-13.6%	5.4	2.1%	-16.9%	17.9	16.8	20.1	9.9	-2.6	-17.9	-9.4	20.1
中游锻造	21.6	-0.4%	9.4	3.3%	40.8%	7.2	6.8%	-24.0%	7.1	14.1	2.1	10.6	5.3	1.6	-4.7	2.1
高温合金	3.2	-87.1%	1.4	149.7%	36.1%	0.7	-28.2%	-48.7%	11.4	-1.6	5.6	6.0	4.3	-0.2	1.0	5.6
钛合金	7.0	13.9%	3.1	2.4%	98.5%	1.2	22.1%	-61.3%	4.9	-0.7	2.7	-1.8	-3.4	-3.4	4.6	2.7
特种功能材料	30.9	-36.9%	15.6	100.9%	97.1%	5.8	-13.4%	-62.5%	-64.8	113.0	40.5	29.7	7.0	33.7	20.6	40.5

航发产业链：业绩阶段性承压，静待需求景气复苏

- 受军品价格下降与产品结构变化等因素影响，25年航发产业链营收与业绩增速整体放缓，25全年营收1058亿（同比-1.0%），归母41亿（同比-35.6%），其中25Q4营收386亿（同比+5.1%），归母9亿（同比+108.8%）。其中，航发动力、中航重机2025归母同比-26.27%、-4.83%，系研发费用增加、重点型号产品价格调整等因素所致。从盈利能力看，25全年毛利率16.4%（同比-1.6pct），净利率3.8%（同比-2.1pct），产品降价压力较大。
- 26Q1航发产业链营收217亿（同比+10.5%），归母9亿（同比-13.7%）；盈利能力方面，26Q1毛利率19.2%（同比-0.2pct），净利率4.2%（同比-1.2pct），费用方面26Q1期间费用率11.6%（同比+0.2pct），或系下游需求释放节奏影响所致。

表16：航发产业链2025年及25Q4、26Q1业绩基本表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	1,058	-1.0%	386	5.1%	64.7%	217	10.5%	-43.9%
归母净利润(亿)	41	-35.6%	9	108.8%	24.1%	9	-13.7%	5.3%
毛利率	16.4%	-1.6%	12.3%	0.1%	-4.2%	19.2%	-0.2%	6.9%
净利率	3.8%	-2.1%	2.2%	1.1%	-0.7%	4.2%	-1.2%	2.0%
期间费用率	10.5%	0.5%	9.3%	-0.1%	-2.6%	11.6%	0.2%	2.2%

图12：航发产业链各年营收及利润

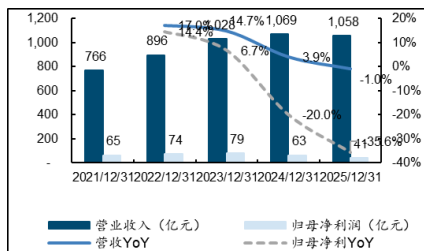


图13：航发产业链各年主要盈利指标情况

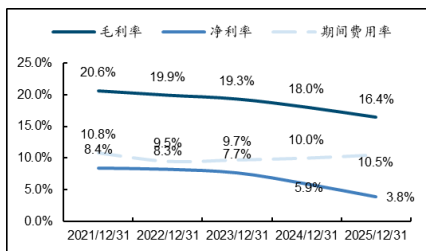


图14：航发产业链各年一季度营收及利润

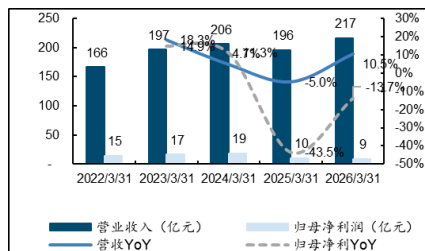
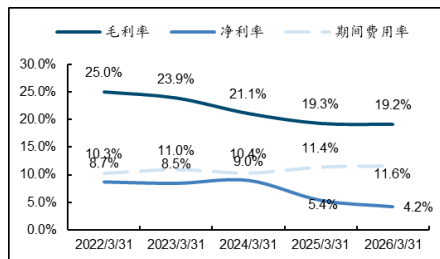


图15：航发产业链各年一季度利润率及期间费用率



航发产业链：高基数业绩增速放缓，需求确定景气有望回升

- 分环节看，1) 主机与系统2025年营收463亿 (同比-3.2%)，归母6.3亿 (同比-26.3%)；26Q1营收71亿 (同比+14.8%)，归母0.0亿 (同比-65.9%)，系销售结构变化导致毛利率下降、财务费用增加及公允价值变动收益减少所致。2) 中游锻造2025年营收188亿 (同比+2.1%)，归母15.0亿 (同比-10.6%)，26Q1营收49亿 (同比+14.3%)，归母4.9亿 (同比+6.7%)，26Q1归母+6.7%，主要系下游价格压力和新订单延期所致。3) 高温合金板块25年实现营收312亿 (同比-0.2%)，归母15.4亿 (同比-48.0%)，航发产业链景气度在上游材料端得到验证；26Q1高温合金营收76亿 (+8.2%)，归母2.9亿 (-31.4%)，或系行业竞争加剧，产销量和销售价格均呈现不同程度降低所致。

表17：航发各板块25年及25Q4、26Q1毛利率、净利率及期间费用率

2025	毛利率	同比	净利率	同比	期间费用率	同比
主机与系统	18.9%	-4.1%	4.9%	-4.5%	11.1%	0.5%
中游锻造	29.0%	1.5%	8.0%	-1.1%	17.7%	0.8%
高温合金	13.4%	-2.7%	1.4%	-0.4%	9.2%	-1.6%
钛合金	23.1%	-5.0%	6.5%	-7.2%	12.4%	2.2%
特种功能材料	9.1%	-0.9%	1.4%	-0.4%	7.2%	0.2%
25Q4	毛利率同比	环比	净利率同比	环比	期间费用率同比	环比
主机与系统	-5.8%	-0.7%	-1.8%	-0.1%	0.5%	0.8%
中游锻造	15.6%	0.4%	7.6%	-5.0%	-0.9%	3.3%
高温合金	-0.8%	3.9%	1.3%	1.2%	-0.3%	4.9%
钛合金	-9.6%	-9.9%	-15.1%	-13.0%	6.4%	3.2%
特种功能材料	-0.2%	-2.9%	1.6%	2.1%	-0.3%	-4.0%
26Q1	毛利率同比	环比	净利率同比	环比	期间费用率同比	环比
主机与系统	-1.0%	0.5%	-2.2%	1.0%	1.1%	-1.6%
中游锻造	-0.6%	4.9%	-0.7%	7.1%	-0.9%	-7.7%
高温合金	1.0%	2.5%	-2.0%	-4.1%	2.7%	2.1%
钛合金	-1.2%	10.6%	-1.5%	14.9%	0.0%	-4.3%
特种功能材料	1.1%	3.4%	-0.1%	-2.2%	-0.3%	4.4%

表18：航发产业链各板块2024年与24Q4、25Q1营收及归母净利润

	2025						25Q4		26Q1			
	营业收入(亿)	营收同比	归母净利润(亿)	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比	营业收入(亿)	营收同比	归母净利润(亿)	归母净利润同比
新材料	312	-0.2%	15.4	-48.0%	7.5%	7.2%	-33.9%	5.0%	76	8.2%	2.9	-31.4%
航空锻造	188	2.1%	15.0	-10.6%	-2.6%	5.4%	-160.0%	-61.3%	49	14.3%	4.9	6.7%
部件机加	43	12.3%	0.6	-11.5%	0.5%	-13.5%	104.2%	65.2%	7	-4.6%	-0.1	-418.0%
系统配套	52	-5.6%	3.3	-55.4%	-5.3%	-2.3%	-154.8%	-172.0%	13	0.0%	1.3	-13.8%
主机厂	463	-3.2%	6.3	-26.3%	6.8%	165.7%	292.4%	3152.4%	71	14.8%	0.0	-65.9%

导弹产业链：25年收入利润稳步改善，26Q1盈利能力继续修复

- 25年导弹产业链整体实现营收956亿元（同比+18.1%），归母净利润25亿元（同比+21.8%）。从盈利质量看，毛利率12.1%，同比持平；净利率2.6%，同比提升0.1pct；期间费用率8.2%，同比下降0.5pct。整体来看，产业链收入与利润同步改善，个股层面菲利华、鸿远电子归母净利润提升较为明显，2025年分别同比+41%、+63%，毛利率分别提升5.2pct、10.1pct，盈利质量改善更为突出。
- 26Q1导弹产业链实现营收233亿元（同比+9.8%），归母净利润17亿元（同比+30.8%）；毛利率19.8%，同比提升1.3pct、环比提升3.6pct；净利率7.1%，同比提升1.1pct、环比提升0.9pct，盈利能力继续修复。期间费用率12.4%，同比提升0.8pct，主要受季度研发投入和收入确认节奏影响。

表19：导弹产业链2025年及25Q4、26Q1业绩基本面表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	956	18.1%	260	17.3%	6.4%	233	9.8%	-70.0%
归母净利润(亿)	25	21.8%	5	184.3%	-6.7%	17	30.8%	-65.9%
毛利率	12.1%	0.0%	12.4%	1.3%	+1.0pct	19.8%	1.3%	+3.6pct
净利率	2.6%	0.1%	1.9%	1.1%	-0.3pct	7.1%	1.1%	+0.9pct
期间费用率	8.2%	-0.5%	9.8%	0.7%	+1.9pct	12.4%	0.8%	+3.8pct

图16：导弹产业链各年营收及利润

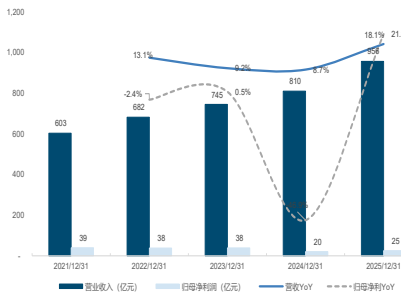


图17：导弹产业链各年主要盈利指标情况

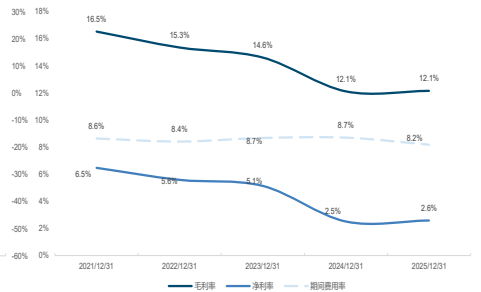


图18：导弹产业链各年一季度营收及利润

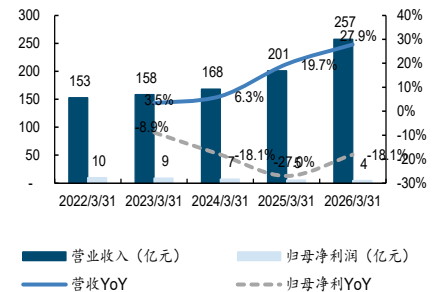
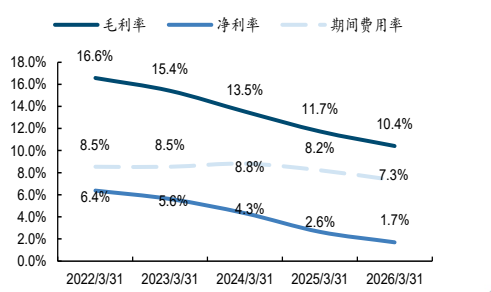


图19：导弹产业链各年一季度利润率及期间费用率



导弹产业链：25年备产持续推进，26Q1需求信号增强

- 25年末导弹产业链合同负债12亿元，较年初-18.8%；预付款项39亿元，较年初+14.4%；存货124亿元，较年初+14.9%；在建工程29亿元，较年初+25.2%；固定资产196亿元，较年初+10.5%。整体看，25年产业链交付推进带动合同负债有所消化，但备产与产能建设并未放缓，存货、在建工程及固定资产均保持增长。
- 26Q1末导弹产业链合同负债13亿元，较25年末+11.4%；预付款项37亿元，较25年末-4.5%；存货142亿元，较25年末+14.6%；应收款项270亿元，较25年末+11.1%。合同负债回升与存货继续抬升表明下游需求拉动仍在释放，但短期回款压力仍待进一步缓解。

图20：导弹产业链23Q4-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

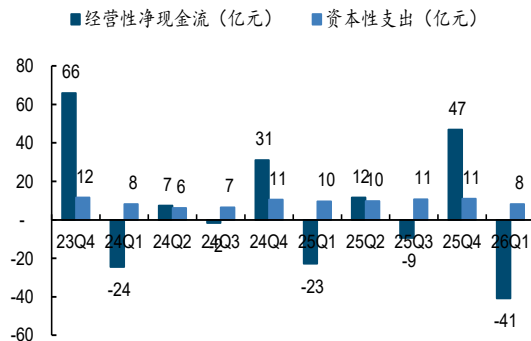


表20：导弹产业链2025年及2026Q1资产负债和现金流的核心项目变动

单位：亿	12/31/2025	9/30/2025	较上一季度末增长	3/31/2025	较年初增长	3/31/2026	12/31/2025	较上一季度末增长	6/30/2025	较年初增长
合同负债	12	12	4.9%	15	-18.8%	13	12	11.4%	14	11.4%
预付款项	39	39	-1.1%	34	14.4%	37	39	-4.5%	34	-4.5%
存货	124	124	-0.4%	108	14.9%	142	124	14.6%	109	14.6%
在建工程	29	29	0.8%	23	25.2%	29	29	0.6%	27	0.6%
固定资产	196	187	5.2%	178	10.5%	195	196	-0.5%	181	-0.5%
应收款项	243	262	-7.2%	232	4.8%	270	243	11.1%	246	11.1%
资本性支出	31	35.2%	11	4.3%	3.6%	30	12.2%	8	-13.7%	-25.3%
经营性净现金流	49	37	47	31	-9	-3	7	-41	-23	47

新域新质：25年收入端分化修复，26Q1远火与无人装备增长较快

表21：新域新质各赛道25年及25Q4、26Q1毛利率、净利率及期间费用率

2025	毛利率	同比	净利率	同比	期间费用率	同比
远火	24.6%	2.1pct	5.7%	5.9pct	17.8%	-3.3pct
卫星	27.9%	-2.3pct	-3.7%	-4.4pct	26.7%	0.1pct
水下	22.1%	-3.5pct	2.7%	-2.9pct	18.7%	-1.5pct
电磁频谱战	25.5%	-1.2pct	-11.3%	-10.1pct	31.0%	2.6pct
无人装备	18.8%	-2.6pct	1.1%	-0.6pct	16.6%	-3.3pct
25Q4	毛利率同比	环比	净利率同比	环比	期间费用率同比	环比
远火	5.2pct	-4.8pct	5.7pct	-2.5pct	0.7pct	-4.6pct
卫星	1.2pct	-2.7pct	-7.3pct	-16.2pct	4.0pct	0.7pct
水下	-4.1pct	-12.2pct	-7.3pct	-3.1pct	-1.7pct	-8.9pct
电磁频谱战	4.1pct	3.3pct	-14.6pct	-16.4pct	1.1pct	-1.5pct
无人装备	1.4pct	5.9pct	1.0pct	-3.3pct	-0.2pct	3.1pct
26Q1	毛利率同比	环比	净利率同比	环比	期间费用率同比	环比
远火	-0.6pct	5.7pct	-0.9pct	-10.7pct	-7.0pct	21.6pct
卫星	-2.9pct	6.9pct	-3.3pct	14.0pct	0.9pct	7.5pct
水下	-1.8pct	9.9pct	-1.3pct	1.2pct	2.5pct	6.9pct
电磁频谱战	-2.0pct	-1.8pct	-2.0pct	21.1pct	-1.1pct	-1.7pct
无人装备	-5.5pct	0.4pct	4.1pct	5.2pct	-3.9pct	6.1pct

- 25年远火、卫星、水下、电磁频谱战、无人装备分别实现营收83、474、75、123、205亿元，同比+31.3%/+1.8%/+11.8%/-1.1%/+13.3%；归母净利润分别为4.7、-17.6、2.0、-13.9、2.2亿元。盈利能力看，远火毛利率24.6%、净利率5.7%，分别同比+2.1pct、+5.9pct，表现相对突出；卫星、电磁频谱战、无人装备毛利率分别同比-2.3pct、-3.5pct、-12.2pct，利润端仍有一定压力，整体呈现收入修复、盈利分化的特征。
- 26Q1新域新质景气延续，远火、卫星、电磁频谱战、无人装备营收分别同比+19.4%、+6.0%、+11.4%、+22.6%，其中远火与无人装备增长更快；利润端看，远火归母净利润同比+38.6%，电磁频谱战同比+137.8%，无人装备在低基数下实现明显修复。

表22：新域新质各赛道2025年与25Q4、26Q1营收及归母净利润

	2025				25Q4				26Q1			
	营业收入(亿)	营收同比	归母净利润(亿)	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
远火	83	31.3%	4.7	-3758.8%	3.1%	88.5%	-454.2%	19.9%	19.4%	-73.2%	38.6%	-138.4%
卫星	474	1.8%	-17.6	-615.6%	-2.6%	35.8%	92.9%	-1519.2%	6.0%	-48.9%	-130.5%	-97.4%
水下	75	11.8%	2.0	-46.0%	26.05%	102.8%	-85.8%	-53.7%	-6.8%	-55.1%	-42.0%	2.0%
电磁频谱战	123	-1.1%	-13.9	810.1%	13.1%	43.1%	175.1%	321.6%	11.4%	-37.4%	137.8%	-90.5%
无人装备	205	13.3%	2.2	-27.1%	17.6%	60.0%	-40.1%	-170.1%	22.6%	-64.4%	34019.3%	-247.4%

新域新质：25年备产扩产持续推进，26Q1远火与电磁合同涨幅居前

表23：新域新质各赛道2025年与2026Q1资产负债端情况

- 25年末新域新质各赛道整体仍处于备产扩产阶段。合同负债方面，卫星、水下、电磁频谱战、无人装备分别较年初+5.2%、+11.1%、+26.7%、+7.9%，远火较年初-29.7%，但预付款项较年初+110.8%，反映产业链仍在积极备货。
- 26Q1末远火、水下、电磁频谱战合同负债分别较25年末+74.0%、+36.2%、+25.3%，增幅居前；预付款项分别+37.5%、+26.1%、+0.8%，存货分别+12.9%、+10.2%、+14.5%，表明相关赛道新订单落地与备产节奏仍在延续。现金流方面，26Q1远火经营性净现金流5.4亿元，同比改善；卫星、水下、电磁频谱战、无人装备分别为-30.1、-4.1、-8.4、-5.2亿元，部分赛道回款仍有压力，但无人装备较上年同期明显改善。整体看，新域新质方向需求仍在释放，订单与产能投入信号较为积极。

2025	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
远火	2.5	-29.7%	1.7	110.8%	17.0	11.5%	5.4	36.6%	34.8	4.0%	84.6	10.4%
卫星	47.3	5.2%	93.8	-9.5%	386.0	8.7%	35.5	40.6%	178.8	7.8%	389.4	6.7%
水下	3.8	11.1%	6.3	-13.3%	34.8	-6.1%	7.7	7.6%	32.1	9.4%	73.1	6.3%
电磁频谱战	10.0	26.7%	19.9	15.8%	60.6	12.2%	10.6	22.2%	47.4	37.7%	158.4	13.1%
无人装备	25.5	7.9%	37.8	-18.0%	278.1	12.7%	10.6	0.0%	74.1	6.8%	176.0	41.9%
2026Q1	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
远火	4.4	74.0%	2.3	37.5%	19.2	12.9%	5.6	4.3%	34.4	-1.3%	67.5	-20.2%
卫星	44.2	-6.6%	95.0	1.3%	400.4	3.7%	37.3	4.9%	175.9	-1.6%	397.6	2.1%
水下	5.2	36.2%	7.9	26.1%	38.3	10.2%	8.0	3.3%	31.8	-1.2%	74.1	1.3%
电磁频谱战	12.5	25.3%	0.8%	0.8%	69.4	14.5%	11.2	6.2%	47.1	-0.5%	159.7	0.8%
无人装备	25.7	0.6%	40.8	8.2%	290.6	4.5%	11.2	5.5%	73.3	-1.2%	163.2	-7.3%

表24：新域新质各赛道2025年25Q4、26Q1资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出									经营性净现金流						
	2025	同比增长	25Q4	同比增长	环比增长	26Q1	同比增长	环比增长	2025	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	26Q1	去年同期	上一季度
远火	6.5	11.0%	2.5	26.5%	120.2%	1.3	6.0%	-46.6%	2.9	-4.1	7.4	13.1	3.5	5.4	-2.7	7.4
卫星	46.1	-6.5%	19.4	7.5%	104.4%	8.9	25.0%	-54.1%	10.3	-10.7	62.1	65.2	-8.8	-30.1	-35.8	62.1
水下	5.5	2.1%	2.1	-11.6%	72.7%	1.3	15.6%	-38.2%	5.2	5.0	7.6	6.7	0.4	-4.1	-4.6	7.6
电磁频谱战	10.5	2.2%	3.1	44.0%	10.0%	2.6	6.3%	-16.7%	-10.1	-14.1	5.5	5.4	-5.7	-8.4	-5.5	5.5
无人装备	13.0	26.0%	7.0	83.5%	171.0%	1.9	94.7%	-72.8%	-27.1	-5.1	26.2	41.3	-1.9	-5.2	-25.8	26.2

军贸：25年高毛利环节贡献盈利弹性，26Q1盈利改善但结构分化

- 军贸产业链2025业绩稳健，高毛利环节贡献盈利弹性：整体实现营收1958亿元，归母净利润116亿元，整体毛利率15.6%，净利率5.9%，期间费用率8.0%。中航成飞、中航沈飞维持主机厂基本盘，分别实现归母净利润34.3亿元、35.2亿元；睿创微纳、高德红外毛利率分别达52.5%、56.3%，红外探测及电子配套环节盈利能力较强。洪都航空毛利率仅3.0%，纵横股份期间费用率达42.8%，板块内部产品结构和费用摊薄能力差异较大。
- 26Q1军贸产业链盈利改善，红外探测盈利弹性突出、板块内部表现分化：整体实现营收233亿元，归母净利润16.6亿元，毛利率19.8%，净利率7.1%，期间费用率12.4%。睿创微纳、高德红外净利率分别达24.6%、29.4%，盈利弹性突出；航天彩虹净利率达26.7%，阶段性拉动板块表现。洪都航空毛利率仅2.2%，纵横股份亏损0.18亿元，反映低收入基数下费用刚性仍较突出。26Q1军贸产业链呈现“盈利改善、结构分化”特征。

表25：军贸2025年及25Q4、26Q1业绩基本面表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	1,958	16.7%	777	34.7%	51.1%	233	9.8%	-70.0%
归母净利润(亿)	116	19.0%	49	144.8%	86.4%	17	30.8%	-65.9%
毛利率	15.6%	1.7%	16.2%	1.6%	3.0%	19.8%	1.3%	3.6%
净利率	5.9%	0.1%	6.3%	2.8%	1.2%	7.1%	1.1%	0.9%
期间费用率	8.0%	-0.3%	8.6%	-0.5%	2.1%	12.4%	0.8%	3.8%

图21：军贸各年营收及利润

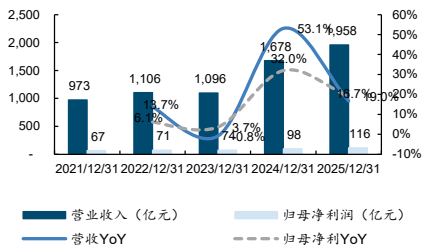


图22：军贸各年主要盈利指标情况

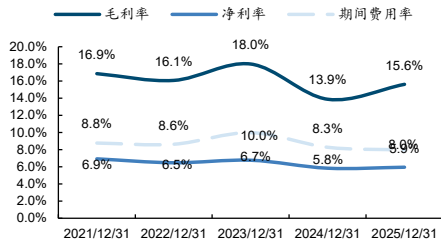


图23：军贸各年一季度营收及利润

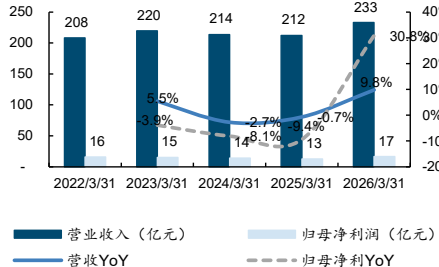
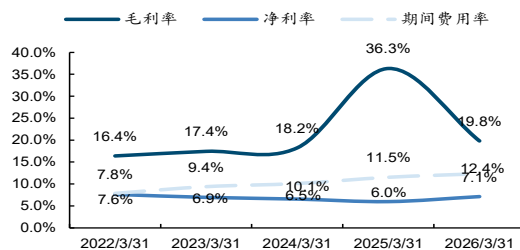


图24：军贸各年一季度利润率及期间费用率



军贸：25年交付结转与回款承压，26Q1订单修复、现金流明显改善

- 2025年军贸产业链合同负债回落，应收款项增加。2025年合同负债177亿元（较上季度末-22.5%、较年初-16.4%），或受订单交付结转及新签节奏影响；存货781亿元（较年初+5.5%），备货水平仍较高；应收款项969亿元（较年初+36.0%），回款仍有压力。产能端，在建工程较年初+91.7%，固定资产较年初+6.8%，资本性支出82亿元（同比+26.1%），产能建设仍在推进。
- 26Q1军贸产业链订单指标改善，现金流同比修复。26Q1合同负债218亿元（较上季度末+23.0%），存货837亿元（较上季度末+7.2%），订单及备产节奏有所恢复；应收款项824亿元（较上季度末-15.0%），回款边际改善。26Q1经营性净现金流88亿元，去年同期为2亿元，同比明显修复。

图25：军贸23Q4-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

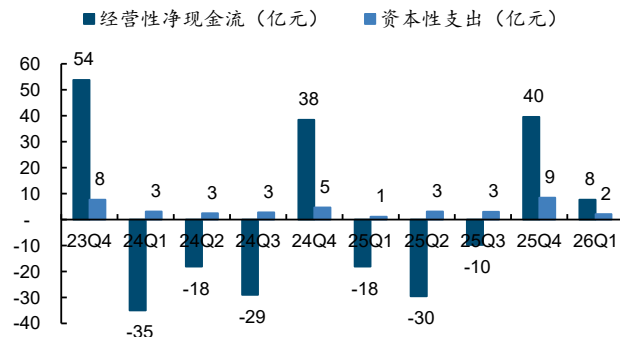


表26：军贸2025年及2026Q1资产负债和现金流的核心项目变动

单位：亿	2025/12/31	2025/9/30	较上一季度末增长	2025/3/31	较年初增长	2026/3/31	2025/12/31	较上一季度末增长	2025/6/30	较年初增长
合同负债	177	229	-22.5%	212	-16.4%	218	177	23.0%	228	23.0%
预付款项	383	480	-20.1%	317	20.8%	386	383	0.8%	328	0.8%
存货	781	815	-4.3%	739	5.5%	837	781	7.2%	762	7.2%
在建工程	74	62	19.6%	39	91.7%	64	74	-14.1%	44	-14.1%
固定资产	429	418	2.7%	402	6.8%	438	429	2.0%	402	2.0%
应收款项	969	813	19.2%	712	36.0%	824	969	-15.0%	756	-15.0%
	2025/12/31	同比	25Q4	同比	环比	2026/3/31	同比	26Q1	同比	环比
资本性支出	82	26.1%	48	38.2%	146.3%	79	23.3%	19	39.5%	-57.2%
	2025/12/31	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	2026/3/31	去年同期	26Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	1	37	106	148	-10	184	48	88	2	106

无人装备：25年收入增长但盈利承压，26Q1收入修复、盈利分化

- 无人装备产业链2025业绩承压，盈利能力仍处低位：整体实现营收382亿元，归母净利润7.1亿元，整体毛利率14.5%，净利率1.9%，期间费用率12.0%。其中，晶品特装净利率为-5.7%；纵横股份期间费用率达42.8%，主要系收入规模较小、研发及管理费用摊薄压力较大。2025年无人装备板块仍受交付节奏、产品结构及费用刚性影响，盈利修复仍待订单释放和收入回升。
- 26Q1无人装备收入修复，盈利分化明显：整体实现营收63.7亿元，归母净利润2.7亿元，整体毛利率13.9%，净利率4.3%，期间费用率12.8%。航天彩虹净利率达26.7%，内蒙一机净利率为5.3%，对板块盈利形成支撑；纵横股份、晶品特装分别亏损0.18亿元、0.02亿元，低收入基数下费用压力仍较明显。26Q1无人装备板块呈现“收入修复、盈利集中、分化加剧”特征。

表27：无人装备2025年及25Q4、26Q1业绩基本面表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	382	15.1%	148	24.1%	65.4%	64	14.9%	-56.8%
归母净利润(亿)	7	-30.8%	1	-70.4%	-60.1%	3	68.5%	274.8%
毛利率	14.5%	-1.8%	14.8%	-0.7%	2.2%	13.9%	-2.8%	-1.0%
净利率	1.9%	-1.2%	0.5%	-1.6%	-1.6%	4.3%	1.4%	3.8%
期间费用率	12.0%	-1.9%	12.7%	-0.3%	2.1%	12.8%	-1.0%	0.1%

图26：无人装备各年营收及利润

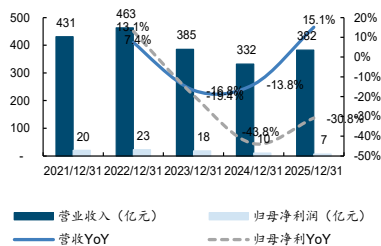


图27：无人装备各年主要盈利指标情况

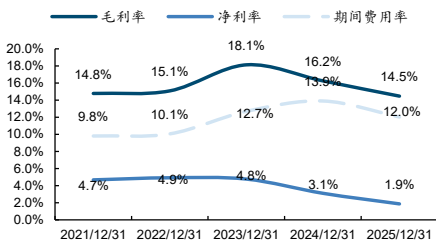


图28：无人装备各年一季度营收及利润

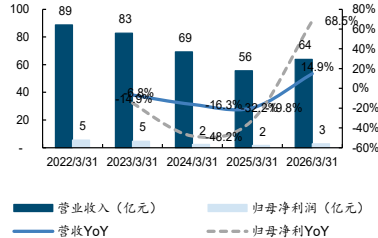
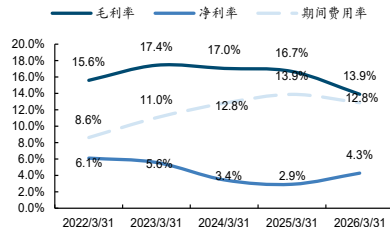


图29：无人装备各年一季度利润率及期间费用率



无人装备：25年订单与回款承压，26Q1合同负债回升、现金流改善

- 2025年无人装备产业链合同负债回升，应收款项增长较快。2025年合同负债81亿元（较上季度末+18.9%、较年初+4.9%），存货331亿元（较年初+6.3%），备产水平保持稳定；应收款项271亿元（较年初+47.0%），回款压力仍在。资本性支出15亿元（同比+47.0%），固定资产较年初产能建设持续推进；全年经营性净现金流0亿元，较去年同期-9亿元有所改善。
- 26Q1无人装备订单指标小幅改善，现金流同比修复。26Q1合同负债84亿元（较上季度末+3.1%），预付款项90亿元（较上季度末-0.7%），存货329亿元（较上季度末-0.5%），整体备货相对平稳；应收款项262亿元（较上季度末-3.4%），回款边际改善。26Q1经营性净现金流8亿元，去年同期为-18亿元，同比明显修复。

图30：无人装备23Q4-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

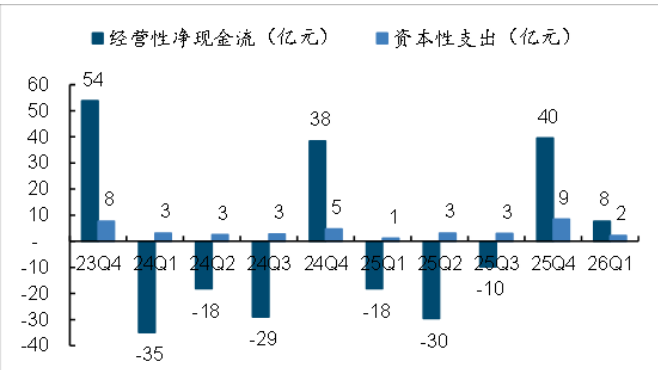


表28：无人装备2025年及2026Q1资产负债表和现金流的核心项目变动

单位：亿	2025/12/31	2025/9/30	较上一季度末增长	2025/3/31	较年初增长	2026/3/31	2025/12/31	较上一季度末增长	2025/6/30	较年初增长
合同负债	81	68	18.9%	77	4.9%	84	81	3.1%	74	3.1%
预付款项	91	123	-26.5%	116	-22.0%	90	91	-0.7%	123	-0.7%
存货	331	333	-0.6%	311	6.3%	329	331	-0.5%	330	-0.5%
在建工程	12	14	-9.4%	13	-5.0%	13	12	4.7%	12	4.7%
固定资产	107	101	5.5%	101	6.1%	105	107	-1.5%	101	-1.5%
应收款项	271	265	2.2%	207	31.1%	262	271	-3.4%	223	-3.4%
	2025/12/31	同比	25Q4	同比	环比	2026/3/31	同比	26Q1	同比	环比
资本性支出	15	47.0%	9	81.4%	182.8%	14	58.6%	2	85.4%	-74.2%
	2025/12/31	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	2026/3/31	去年同期	26Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	0	-9	40	38	-10	38	-9	8	-18	40

火箭：25年火箭板块业绩亮眼，部分企业业绩高增

- 火箭产业链2025业绩回暖：整体实现营收129亿元（同比16.5%），归母净利润1亿元（同比+222.6%），扭亏为盈。2025年火箭产业链整体毛利率为23.4%（同比+1.2pct），净利率为0.6%（同比+1.2pct），盈利能力修复主要系发射发射频次提升带动规模效应显现，固体火箭发动机交付量增加。其中，航天工程利润与归母净利润领跑，同比增长分别为+23.67%与14.43%；博云新材营收同比增长27.77%，归母净利润增长+192.0%。25年期间费用率为18.0%（同比-1.0pct），管理费用率下降1.0pct，但研发费用率维持高位。
- 26Q1火箭产业链业绩大幅改善：火箭产业链实现营收29亿元（同比+21.8%），归母净利润2亿元（同比+1345.1%），火箭板块整体毛利率同比+4.3pct，净利率同比+7.3pct，期间费用率平稳。规模效应与产品结构优化共同驱动盈利能力提升。

表29：火箭2025年及25Q4、26Q1业绩基本面表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	129	16.5%	40	-5.3%	23.1%	营收	29	21.8%
归母净利润(亿)	1	222.6%	-3	15.0%	-301.9%	归母净利润	2	1345.1%
毛利率	23.4%	1.3%	22.7%	3.8%	-1.8%	毛利率	25.8%	4.3%
净利率	0.6%	1.2%	-6.7%	0.8%	-10.9%	净利率	7.9%	7.3%
期间费用率	18.0%	-1.0%	19.3%	2.6%	2.0%	期间费用率	17.4%	-2.8%

图31：火箭板块各年营收及利润

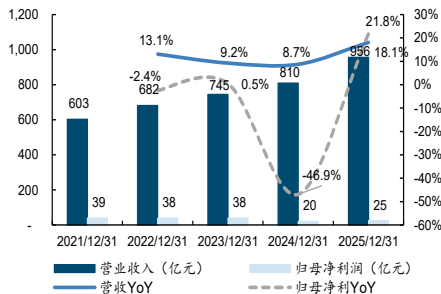


图32：火箭板块各年主要盈利指标情况

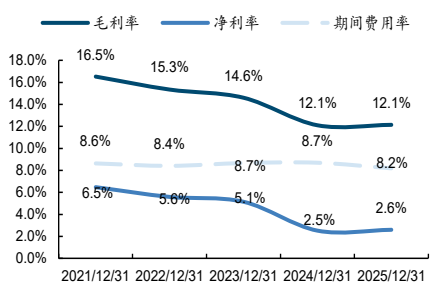


图33：火箭板块各年一季度营收及利润

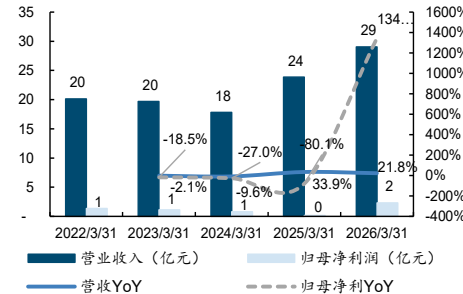
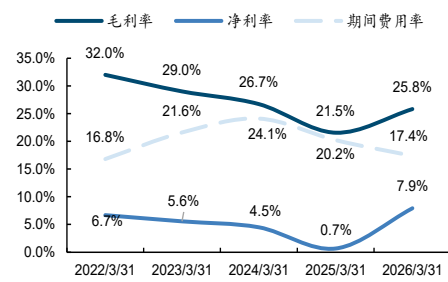


图34：火箭板块各年一季度利润率及期间费用率



火箭：25年末合同负债增加，率先感知行业景气拐点

- 2025年火箭产业链整体合同负债12亿元（较上季度末+13.2%、较年初+48.3%），主要因一至三季度新订单下放延迟及存量订单交付结转，四季度合同负债环比大幅增加，反映低轨星座组网发射需求加速释放。存货45亿元（较上季度末-8.7%、较年初+0.6%），原材料占比提升，或正积极备货以应对未来发射任务需求。扩产周期进入收尾阶段，产能充裕，为后续需求复苏做准备。2025年火箭产业链在建工程较年初下降，固定资产较年初+29.5%，资本性支出同比-7.7%。
- 2026Q1火箭产业链整体经营性净现金流-8亿元，25Q4经营性净现金流16亿元。经营性净现金流出大幅增加，主要受发射服务回款减少及一季度传统淡季影响。

图35：火箭板块23Q4-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

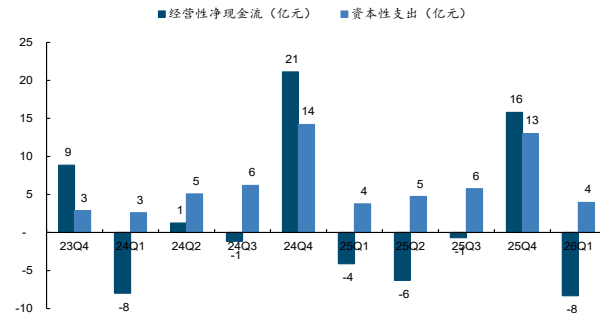


表30：火箭板块2025年及2026Q1资产负债和现金流的核心项目变动

单位：亿	2025/12/31	2025/9/30	较上一季度末增长	2025/3/31	较年初增长	2026/3/31	2025/12/31	较上一季度末增长	2025/6/30	较年初增长
合同负债	12	11	13.2%	8	48.3%	12	12	-0.1%	8	-0.1%
预付款项	10	16	-36.2%	12	-16.9%	14	10	33.7%	15	33.7%
存货	45	49	-8.7%	45	0.6%	51	45	13.0%	46	13.0%
在建工程	30	33	-7.7%	29	6.2%	30	30	-0.9%	32	-0.9%
固定资产	104	85	23.0%	80	29.5%	105	104	1.0%	84	1.0%
应收款项	66	66	-0.4%	58	14.8%	66	66	0.3%	60	0.3%
	2025/12/31	同比	25Q4	同比	环比	2026/3/31	同比	26Q1	同比	环比
资本性支出	24	-7.7%	13	-8.4%	125.9%	23	-5.9%	4	4.9%	-69.6%
	2025/12/31	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	2026/3/31	去年同期	26Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	9	21	16	21	-1	7	16	-8	-4	16

卫星：业绩表现稳定，26Q1业绩阶段性承压

- 卫星产业链2025业绩稳定：整体实现营收507亿元（同比-0.4%），归母净利润-14亿元（同比-588.1%），亏损幅度微增。2025年火箭产业链整体毛利率为24.9%（同比-2.2pct），净利率为-2.8%（同比-2.4pct），盈利能力下滑系低轨星座组网集中采购、星座部署节奏变动影响。其中，中国卫星应收同比增加18.35%，净利润同比增加27.38%；华力创通营收同比增加42.91%。25年期间费用率为22.6%（同比持平），研发费用率维持11.4%。
- 26Q1卫星产业链业绩边际承压：卫星产业链实现营收84亿元（同比+0.0%），归母净利润-0亿元（同比-116.8%）。卫星整体毛利率同比-3.0pct，环比+2.6pct；净利率同比-2.9pct，环比+12.0pct，期间费用率平稳。一季度为传统交付淡季，但净利率与整体毛利率环比增速亮眼，业绩有望提振。

表31：卫星板块2024年及24Q4、25Q1业绩基本面表现

	2025	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
营收(亿)	507	-0.4%	170	-4.2%	39.6%	84	0.0%	-50.5%
归母净利润(亿)	-14	-588.1%	-21	-1.6%	-1068.4%	-0	-116.8%	-98.4%
毛利率	24.9%	-2.2%	23.8%	2.1%	0.4%	26.3%	-3.0%	2.6%
净利率	-2.8%	-2.4%	12.4%	-0.7%	-14.2%	-0.4%	-2.9%	12.0%
期间费用率	22.6%	0.0%	23.1%	3.5%	2.1%	26.4%	-0.5%	3.3%

图36：卫星板块各年营收及利润

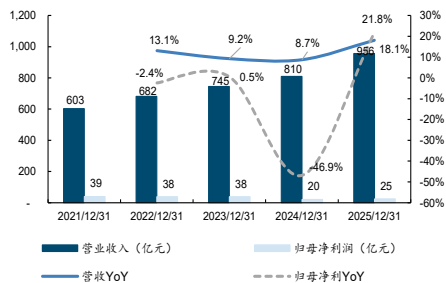


图37：卫星板块各年主要盈利指标情况

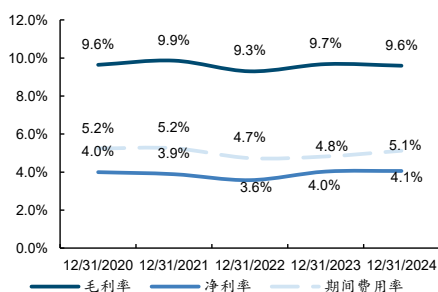


图38：卫星板块各年一季度营收及利润

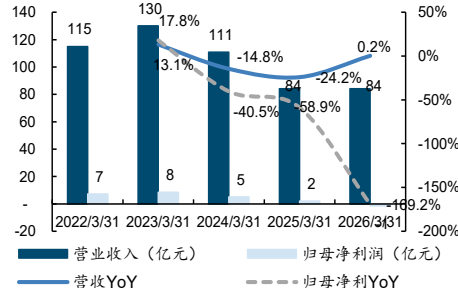
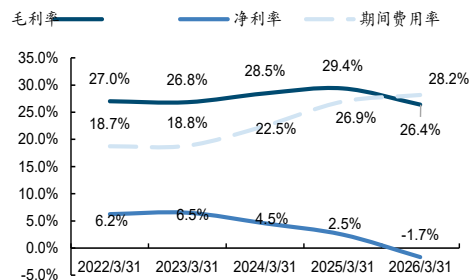


图39：卫星板块各年一季度利润率及期间费用率



卫星：在手订单充足，产能就绪静待

- 2025年卫星产业链整体合同负债61亿元（较上季度末-2.6%、较年初-1.6%），主要因一至三季度新订单下放延迟及存量订单交付结转，四季度合同负债环比小幅回落。存货365亿元（较上季度末-3.3%、较年初+3.2%），在产品占比提升至55%，或正积极备货以应对未来星座组网需求。扩产周期进入收尾阶段，产能充裕，为后续需求复苏做准备。2025年卫星产业链在建工程较年初-12.0%，固定资产较年初+10.1%，资本性支出同比-2.3%。
- 2026Q1卫星产业链整体经营性净现金流-37亿元，25Q4经营性净现金流69亿元。经营性净现金流出大幅增加，主要受产品销售回款减少及一季度传统交付淡季影响。

图40：卫星板块23Q4-26Q1单季度经营性净现金流与资本支出

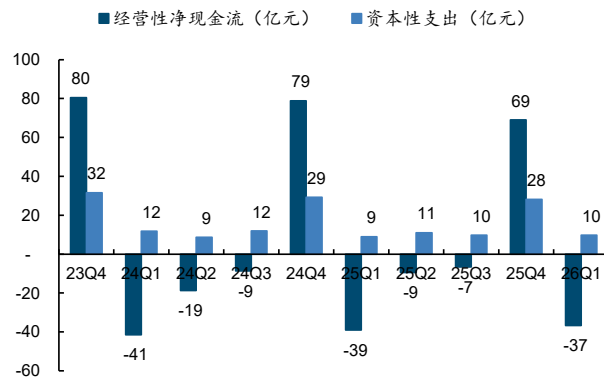


表32：卫星板块2025年及2026Q1资产负债和现金流的核心项目变动

单位：亿	2025/12/31	2025/9/30	较上一季度末增长	2025/3/31	较年初增长	2026/3/31	2025/12/31	较上一季度末增长	2025/6/30	较年初增长
合同负债	61	62	-2.6%	59	3.1%	58	61	-5.3%	60	-5.3%
预付款项	93	105	-11.7%	111	-16.8%	96	93	4.2%	110	4.2%
存货	365	377	-3.3%	354	3.2%	380	365	4.3%	371	4.3%
在建工程	44	51	-13.0%	50	-12.5%	47	44	6.1%	49	6.1%
固定资产	284	259	9.7%	253	12.4%	278	284	-2.2%	260	-2.2%
应收款项	421	473	-11.1%	411	2.3%	430	421	2.3%	436	2.3%
	2025/12/31	同比	25Q4	同比	环比	2026/3/31	同比	26Q1	同比	环比
资本性支出	49	-2.3%	28	-4.0%	189.9%	48	-5.3%	10	8.4%	-65.3%
	2025/12/31	去年同期	25Q4	去年同期	上一季度	2026/3/31	去年同期	26Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	53	51	69	79	-7	26	31	-37	-39	69

05 关联交易与经营计划

25年关联交易计划回升，26主机厂采购与军工电子销售增长更快

- 2026年预计关联交易整体回升，采购端主机厂增量更为突出，中直股份、洪都航空、航发动力、中航沈飞、中航西飞预计关联采购分别同比+109%/+57%/+39%/+21%/+18%，新机生产及配套采购需求有望改善。
- 销售端看，军工电子与关键配套增长更快。2026年国睿科技、航天电器、中航重机、中航机载、中航光电预计关联销售分别同比+177%/+71%/+71%/+54%/+25%；同时，中航光电、中航重机、北方导航利润目标继续增长。整体看，军工电子及核心配套景气改善更值得关注。

表35：重要公司经营计划营业收入目标及完成率

公司简称	赛道	细分领域	2026年营收目标(亿元)	2025年营业收入(亿元)	同比增长(%)
航发动力	航空产业链	主机厂	499.5	463.3	8%
中航西飞	航空产业链	主机厂	402.0	410.1	-2%
航发科技	航空产业链	部件机加	45.5	43.2	5%
中航重机	航空产业链	模锻件	112.0	101.1	11%
中航高科	航空产业链	复合材料	42.7	50.1	-15%
抚顺特钢	航空产业链	高温合金	85-90	77.8	9.2%-16%
中航光电	航空产业链	元器件	228.0	213.9	7%
航天电子	航空系统	系统配套	154.9	139.1	11%
航天电器	电子信息化	元器件	65.0	58.2	12%
振华科技	电子信息化	集成电路	52-60	57.5	-9.6%-4%
内蒙一机	兵器装备	主机厂	100.0	100.2	-0.2%
中兵红箭	兵器装备	主机厂	95.0	92.7	2%
北方导航	兵器装备	系统配套	40.0	41.9	-5%

表33：重要公司经营计划利润目标及完成情况

公司简称	赛道	细分领域	利润指标	2026年计划(亿元)	2025年实际(亿元)	同比增长(%)
航发动力	航空产业链	主机厂	归母净利润	5.2	6.3	-17%
航发科技	航空产业链	部件机加		1.3	1.5	-14%
中航重机	航空产业链	模锻件	利润总额	9.3	8.5	10%
中航高科	航空产业链	复合材料	利润总额	8.8	12.4	-29%
中航光电	航空产业链	元器件	利润总额	30.0	26.9	11%
北方导航	兵器装备	系统配套	利润总额	1.4	1.2	21%
华测导航			净利润	7.9	6.9	15%

表34：重要公司关联交易情况

公司简称	关联交易指标	2026预计关联交易(亿元)	2026同比增长(%)	2025实际关联交易(亿元)	2025预计关联交易(亿元)	2025执行率(%)
中航沈飞	关联采购	248.0	21%	204.3	251.6	81%
中航成飞	关联采购	181.0	-41%	277.7	808.0	90%
中航西飞	关联采购	216.4	18%	182.8	224.9	81%
中直股份	关联采购	200.0	109%	95.8	220.0	44%
洪都航空	关联采购	45.4	57%	29.0	48.6	60%
航发动力	关联采购	169.0	39%	121.4	154.0	79%
航天彩虹	关联采购	3.0	9%	2.7	5.0	55%
中无人机	关联采购	8.1	0%	8.1	14.0	58%
航发科技	关联销售	33.4	27%	26.4	28.5	93%
航发控制	关联销售	45.7	10%	41.4	43.5	95%
中航机载	关联销售	204.0	54%	132.2	204.5	65%
中航光电	关联销售	27.4	25%	22.0	34.4	64%
中航重机	关联销售	58.0	71%	33.8	55.0	62%
中航高科	关联销售	30.5	1%	30.2	42.5	71%
航天电器	关联销售	21.0	71%	12.2	22.0	56%
航天电子	关联销售	83.0	13%	73.4	80.0	92%
国睿科技	关联销售	51.7	177%	18.7	30.0	62%
国博电子	关联销售	1.7	-48%	3.3	2.1	155%

06 投资建议与相关标的

- 投资建议：2026年作为十五五开局之年，我们展望军工新质战斗力装备、军贸出口、商业航天、国产大飞机及发动机、燃机和AI硬件等方向具备长期发展空间，建议重点关注以上赛道的投资机会。
 - 新质战斗力是十五五国防建设的重中之重，包括无人装备、消耗弹药、军工智能化等：无人装备：航天电子、中无人机、航天彩虹、纵横股份、晶品特装、内蒙一机、睿创微纳等；消耗弹药：北化股份、北方导航、中兵红箭、芯动联科、高德红外等；军工智能化：七一二、海格通信、中科星图等；
 - 军贸出口：中航成飞、洪都航空、国睿科技、中航沈飞、中航西飞、航天南湖等；
 - 商业航天：火箭：航天动力、航天工程、西部材料、广联股份、超捷股份等；卫星：国博电子、上海瀚讯、电科蓝天、中国卫星
 - 国产大飞机及发动机：航发动力、航发科技、航发控制、中航机载、中航高科、航材股份、中航重机、万泽股份、隆达股份、航亚科技、航宇科技、江航装备、润贝航科等。
 - 燃机链：中国动力、航发动力、万泽股份、应流股份等。
 - AI硬件：航天电器、新雷能、菲利华、中航光电等。

表36：相关标的盈利预测与估值

板块	代码	收盘价		EPS (元)				PE			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
无人装备	600879	23.97	航天电子	0.06	0.17	0.21	0.21	405	141	112	114
	688297	45.92	中无人机	0.09	0.34	0.45	0.53	495	136	102	86
	002389	21.97	航天彩虹	0.09	0.19	0.25	0.31	246	114	89	70
	688070	45.50	纵横股份	-0.02	0.62	1.13	1.41	-1844	73	40	32
	688084	68.73	晶品特装	-0.25	0.82	2.01	-	-278	84	34	-
	600967	14.10	内蒙一机	0.31	0.37	0.45	0.48	46	38	31	29
	688002	146.01	睿创微纳	1.72	3.38	4.34	5.74	85	43	34	25
消耗弹药	002246	24.36	北化股份	0.38	0.77	0.98	1.23	65	32	25	20
	600435	14.45	北方导航	0.17	0.13	0.17	0.17	85	109	86	85
	000519	17.74	中兵红箭	-0.23	0.37	0.51	0.64	-76	49	35	28
	688582	50.75	芯动联科	0.80	1.07	1.47	1.87	63	47	35	27
	002414	14.83	高德红外	0.02	0.28	0.35	0.46	749	53	42	32
	603712	16.10	七一二	-0.55	0.26	0.41	0.00	-29	63	40	-
	002465	16.10	海格通信	-0.12	0.13	0.25	0.31	-130	123	63	52
军工智能化	688568	56.65	中科星图	0.44	0.68	0.94	-	130	84	60	-
	302132	67.09	*中航成飞	0.82	1.32	1.46	1.64	82	51	46	41
	600316	36.61	*洪都航空	0.05	0.17	0.28	0.43	712	215	131	85
	600562	27.46	国睿科技	0.51	0.65	0.81	0.98	54	42	34	28
	600760	46.97	中航沈飞	1.04	1.35	1.57	1.82	45	35	30	26
	000768	23.50	中航西飞	0.39	0.46	0.53	0.60	61	51	44	39
	688552	40.08	航天南湖	0.05	0.13	0.52	0.68	755	302	77	59
商业航天-火箭	600343	34.52	航天动力	-0.33	0.00	0.00	0.00	-103	-	-	-
	603698	43.97	航天工程	0.37	0.69	0.89	1.07	120	64	50	41
	002149	63.51	西部材料	0.18	-	-	-	348	-	-	-
	600827	8.27	百联股份	0.14	0.30	0.31	0.31	61	28	26	27
	301005	174.60	超捷股份	0.10	0.45	0.69	0.00	1730	384	254	-

来源：Wind，国金证券研究所注：取2026年4月30日收盘价计算PE值，标*的为国金证券预测，其余取Wind一致预期

表37：相关标的盈利预测与估值

板块	代码	收盘价		EPS (元)				PE				
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	
商业航天-卫星	688375	122.51	国博电子	0.71	1.08	1.39	1.77	172	113	88	69	
	300762	43.42	上海瀚讯	-0.13	0.34	0.54	0.00	-338	128	81	-	
	688818	68.60	电科蓝天	0.00	0.32	0.54	0.80	-	214	128	86	
	600118	102.80	中国卫星	0.05	0.11	0.23	0.30	2115	973	449	343	
	600893	46.25	航发动力	0.09	0.25	0.32	0.39	509	185	145	120	
	600391	37.19	航发科技	0.14	0.31	0.45	0.61	274	119	83	61	
	000738	20.73	航发控制	0.40	0.36	0.40	0.39	52	58	51	53	
国产大飞机及发动机	600372	131.00	中航机载	0.17	0.26	0.31	0.36	76	50	42	36	
	600862	20.00	中航高科	0.75	0.78	0.88	1.01	27	26	23	20	
	688563	57.43	航材股份	1.21	1.33	1.51	1.73	47	43	38	33	
	600765	15.95	中航重机	0.15	0.66	0.77	0.82	104	24	21	20	
	000534	39.53	万泽股份	0.44	0.66	0.95	1.27	90	60	42	31	
	688231	38.48	隆达股份	0.31	0.68	1.04	1.57	123	56	37	24	
	688510	33.28	航亚科技	0.43	0.69	0.98	1.32	77	48	34	25	
	688239	68.48	航宇科技	0.98	1.59	2.13	2.98	70	43	32	23	
	688586	13.15	江航装备	0.04	0.08	0.09	0.12	334	168	139	112	
	001316	51.90	润贝航科	1.17	1.74	2.19	3.87	44	30	24	13	
	600482	38.57	中国动力	0.82	1.34	1.82	2.40	47	29	21	16	
	燃机链	600893	46.25	航发动力	0.09	0.25	0.32	0.39	509	185	145	120
		000534	39.53	万泽股份	0.44	0.66	0.95	1.27	90	60	42	31
603308		75.58	应流股份	0.52	0.91	1.36	2.01	145	83	56	38	
002025		73.19	航天电器	0.18	0.89	1.33	1.46	410	83	55	50	
AI硬件	300593	28.59	新雷能	-0.84	0.31	0.82	1.05	-34	91	35	27	
	300395	108.98	菲利华	0.79	1.79	2.82	3.13	138	61	39	35	
	002179	36.56	中航光电	1.22	1.34	1.56	1.69	30	27	23	22	

来源：Wind，国金证券研究所注：取2026年4月30日收盘价计算PE值，标*的为国金证券预测，其余取Wind一致预期

07 风险提示

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

行业投资评级的说明

行业投资评级的说明：

买入：预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上；

增持：预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%-15%；

中性：预期未来3-6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%；

减持：预期未来3-6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

特别声明

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题