国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

# 军工行业2026年三季报业绩综述：Q3单季承压，景气结构分化延续

分析师：杨晨 执业编号：S1130522060001

2026/10/31

# 核心观点

- 26Q1-Q3军工行业实现营收4064亿元（同比-2.8%），归母净利润173亿元（同比-23.2%），主要受主机厂交付放缓叠加去年同期高基数拖累。26Q3单季营收1369亿元（同比-12.0%、环比-11.4%），归母46亿元（同比-37.8%、环比-44.0%），期间费用率同比+2.2pct，单季盈利承压。资产负债端看，存货3226亿元（较年初+15.9%），备产积极；预付款项770亿元（较年初+1.9%），合同负债466亿元（较年初-4.0%、环比+4.1%）环比企稳。26Q1-Q3经营性净现金流-317亿元（去年同期-420亿元），回款同比改善。
- 26Q1-Q3五大板块分化延续：电子信息化收入利润双增，营收796亿元（同比+11.4%），归母53.0亿元（同比+4.6%）；航天营收849亿元（同比+27.7%），归母13.5亿元（同比-3.2%）；航空受主机厂交付放缓影响，营收2144亿元（同比-15.0%），归母107.1亿元（同比-29.5%）；兵器营收210亿元（同比-1.3%），归母基本为零（同比-100.2%）；舰船营收65亿元（同比-5.3%），归母-1.0亿元，同比转亏。各板块持续备产，航空存货2118亿元（较年初+17.7%）居各赛道之首。
- 收入增速沿产业链由上游向下游递减，中游利润表现相对稳健。26Q1-Q3上中下游营收分别同比+20.8%、+1.4%、-23.1%，归母净利润分别同比-22.6%、-10.0%、-39.9%，下游降幅最大；上游毛利率同比下降4.0pct，价格压力向上游传导。资产端印证上游景气领先：上游合同负债较年初+18.6%、预付款项较年初+45.3%，订单与备产领先；下游合同负债较年初-6.2%。现金流端，下游经营性净现金流为-232.1亿元（去年同期为-381.2亿元），同比少流出149亿元，回款明显提速。
- 我们认为：2026年是十五五开局之年，行业景气分化中结构性亮点明确，全球军备竞赛与我国军工资产价值重估逻辑不变。建议关注军工主赛道、两机、新质战斗力及AI等投资主线及核心标的。
- 风险提示：批产订单下放不及预期，产能释放进度不及预期。

资料来源：Wind，国金证券研究所

国金证券 SINOLINK SECURITIES

# 目录


01 军工行业整体：Q3单季收入利润承压，备产积极、回款同比改善

02 分赛道：电子信息化量利齐增，航空受交付放缓拖累

03 产业链：上游营收高增领先，下游收入利润降幅最大

04 主要细分赛道表现

05 投资建议与相关标的

国金证券
SINOLINK SECURITIES

# 01 军工行业整体：Q3单季收入利润承压，备产积极、回款同比改善

# 26Q1-Q3收入同比转负，Q3单季盈利承压

- 26Q1-Q3军工行业实现营收4064亿元（同比-2.8%），主要系航空主机厂交付放缓叠加去年同期高基数所致；归母净利润173亿元（同比-23.2%）。26Q1-Q3毛利率20.2%（同比+0.2pct），净利率4.2%（同比-1.1pct），期间费用率14.6%（同比+1.4pct），费用率上行主要系收入下滑摊薄减弱所致。
- 26Q3收入1369亿元（同比-12.0%、环比-11.4%），归母净利润46亿元（同比-37.8%、环比-44.0%），三季度交付节奏放缓。26Q3毛利率20.1%（同比+1.4pct、环比基本持平）保持稳定；期间费用率15.0%（同比+2.2pct、环比+1.6pct），净利率3.4%（同比-1.4pct、环比-2.0pct），单季盈利承压主要系收入下滑后费用摊薄减弱所致。

图1：军工行业各年前三季度营收及归母净利润（亿元）

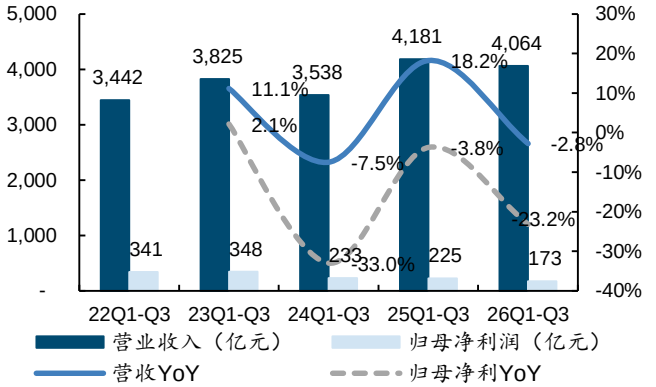



图2：军工行业各年前三季度利润率及期间费用率

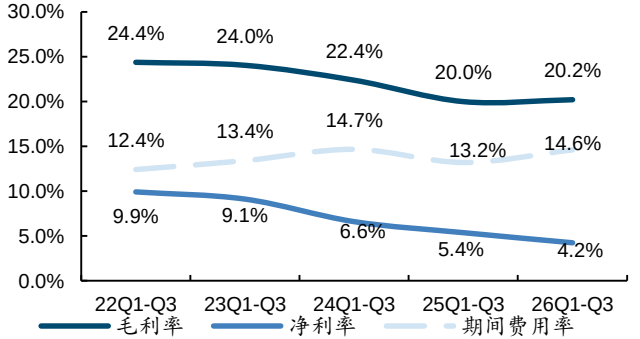



表1：军工行业26Q1-Q3基本面表现

| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营收（亿） | 4,063.8 | -2.8% | 1,368.8 | -12.0% | -11.4% |
| 归母净利润（亿） | 172.6 | -23.2% | 46.3 | -37.8% | -44.0% |
| 毛利率 | 20.2% | +0.2pct | 20.1% | +1.4pct | -0.0pct |
| 净利率 | 4.2% | -1.1pct | 3.4% | -1.4pct | -2.0pct |
| 期间费用率 | 14.6% | +1.4pct | 15.0% | +2.2pct | +1.6pct |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 备货备产持续推进，合同负债环比企稳，回款同比改善

- 26Q3末合同负债466亿元，较年初-4.0%、环比+4.1%，环比企稳回升，但同比-23.2%，订单前瞻指标仍处低位；存货3226亿元，较年初+15.9%、同比+16.8%，主要系批产备货力度加大所致；预付款项770亿元，较年初+1.9%、环比+7.8%，采购备产节奏加快。
- 26Q3末在建工程526亿元，较年初+14.4%；固定资产2446亿元，较年初+4.8%；应收款项4265亿元，较年初+2.7%、环比+5.1%。26Q1-Q3资本性支出372亿元（同比+6.4%），扩产投入保持增长；经营性净现金流-317亿元，去年同期-420亿元，同比改善102亿元；收现比98.1%（去年同期83.0%），回款质量提升。26Q3单季经营性净现金流-141亿元（去年同期-12亿元），三季度回款偏慢，军工回款季节性明显，四季度回款有望集中兑现。

表2：军工行业26Q1-Q3及26Q3资产负债和现金流情况

| 单位：亿元 | 2026/9/30 | 2026/6/30 | 较上一季度末增长 | 2025/12/31 | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|
| 合同负债 | 465.7 | 447.2 | +4.1% | 485.2 | -4.0% |
| 预付款项 | 770.0 | 714.5 | +7.8% | 755.4 | +1.9% |
| 存货 | 3,225.6 | 3,089.3 | +4.4% | 2,784.2 | +15.9% |
| 在建工程 | 525.9 | 540.4 | -2.7% | 459.6 | +14.4% |
| 固定资产 | 2,446.1 | 2,391.5 | +2.3% | 2,333.3 | +4.8% |
| 应收款项 | 4,264.8 | 4,059.6 | +5.1% | 4,152.9 | +2.7% |
| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
| 资本性支出 | 372.3 | +6.4% | 104.4 | -20.3% | -17.1% |
| | 26Q1-Q3 | 25Q1-Q3 | 26Q3 | 25Q3 | 26Q2 |
| 经营性净现金流 | -317.4 | -419.8 | -140.5 | -12.2 | -216.2 |

图3：军工行业24Q2-26Q3现金流情况（亿元）

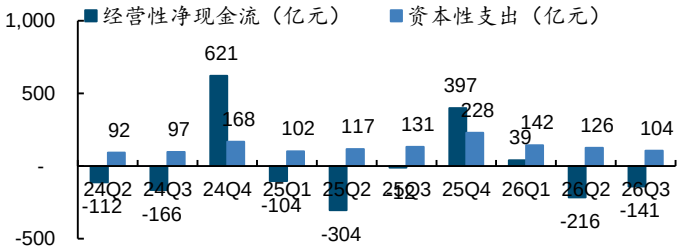
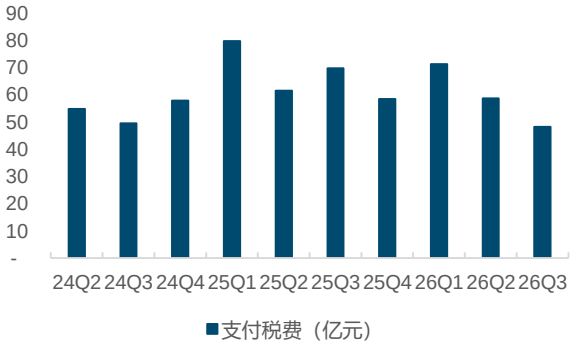



图4：军工行业24Q2-26Q3支付税费情况（亿元）




资料来源：Wind，国金证券研究所

国金证券
SINOLINK SECURITIES

# 02 分赛道：电子信息化量利齐增，航空受交付放缓拖累

# 26Q1-Q3分化延续：电子信息化量利齐增，航空承压

- 26Q1-Q3电子信息化营收同比+11.4%，归母同比+4.6%，收入利润双增，主要系睿创微纳、高德红外等交付放量所致；航天营收同比+27.7%，归母同比-3.2%，收入高增主要系楚江新材产能释放、铜价上涨带动产销规模扩大所致；航空营收同比-15.0%，归母同比-29.5%，主要系主机厂交付放缓所致；兵器营收同比-1.3%，归母同比-100.2%，主要系北方导航、内蒙一机利润下滑所致；舰船营收同比-5.3%，归母由盈转亏。
- 26Q3电子信息化营收同比+4.5%、归母同比-30.5%，增速放缓；航空营收同比-28.2%、归母同比-39.2%，三季度交付进一步放缓；航天营收同比+32.1%、归母同比+0.3%；兵器营收同比-2.3%，单季归母盈亏平衡。26Q1-Q3营收增速高于30%的企业21家（电子信息化11家），低于-20%的企业45家（电子信息化18家、航空12家），分化明显。

表3：军工各领域26Q1-Q3与26Q3基本面表现

| | 26Q1-Q3 | | | | 26Q3 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营业收入（亿元） | 营收同比 | 归母净利润（亿元） | 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 |
| 电子信息化 | 795.8 | +11.4% | 53.0 | +4.6% | +4.5% | -12.3% | -30.5% | -54.6% |
| 航空 | 2,143.8 | -15.0% | 107.1 | -29.5% | -28.2% | -17.4% | -39.2% | -39.1% |
| 航天 | 849.3 | +27.7% | 13.5 | -3.2% | +32.1% | +3.8% | +0.3% | -5.2% |
| 兵器 | 209.6 | -1.3% | -0.0 | -100.2% | -2.3% | -2.9% | -102.7% | +95.5% |
| 舰船 | 65.2 | -5.3% | -1.0 | -136.4% | +0.4% | -8.4% | -316.0% | -794.8% |

表4：军工行业各领域企业26Q1-Q3营收和归母净利润增速分布

| | 营收增速 | | | | | 归母净利润增速 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 电子信息化 | 航空 | 航天 | 兵器 | 舰船 | 电子信息化 | 航空 | 航天 | 兵器 | 舰船 |
| 增速高于30% | 11 | 4 | 3 | 3 | 0 | 15 | 8 | 6 | 4 | 0 |
| 增速在20%-30% | 7 | 5 | 1 | 0 | 0 | 5 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 增速10%-20% | 7 | 4 | 2 | 0 | 0 | 5 | 3 | 1 | 0 | 1 |
| 增速0-10% | 11 | 13 | 0 | 0 | 2 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 增速-10%-0 | 11 | 10 | 1 | 3 | 2 | 2 | 8 | 0 | 0 | 1 |
| 增速-20%--10% | 5 | 5 | 1 | 1 | 1 | 5 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 增速低于-20% | 18 | 12 | 5 | 9 | 1 | 35 | 28 | 6 | 12 | 4 |

资料来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

# 电子信息化盈利能力领跑，航空、兵器费用率上行致净利率承压



- 26Q1-Q3电子信息化毛利率40.6%（同比-0.9pct）、净利率6.7%（同比-0.4pct），盈利能力领跑；航空毛利率17.5%（同比+0.9pct）、净利率5.0%（同比-1.0pct）；航天毛利率9.1%（同比-1.0pct）、净利率1.6%（同比-0.5pct），收入高增但盈利水平仍低；兵器净利率0.0%（同比-2.6pct）、舰船净利率-1.5%（同比-5.6pct），利润端压力较大。
- 26Q3电子信息化毛利率同比-0.4pct、净利率同比-2.7pct；航空毛利率同比+2.8pct、净利率同比-0.7pct；航天净利率同比-0.5pct；兵器净利率同比-2.2pct。期间费用率方面，26Q1-Q3电子信息化31.7%（-0.6pct）、航空11.2%（+2.3pct）、航天6.6%（-1.1pct）、兵器16.0%（+0.4pct）、舰船18.7%（+0.7pct），航空费用率上行主要系收入下滑摊薄减弱所致。

表5：军工各领域26Q1-Q3及26Q3毛利率、净利率及期间费用率

| 26Q1-Q3 | 毛利率 | 毛利率同比 | 净利率 | 净利率同比 | 期间费用率 | 期间费用率同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 电子信息化 | +40.6% | -0.9pct | +6.7% | -0.4pct | +31.7% | -0.6pct |
| 航空 | +17.5% | +0.9pct | +5.0% | -1.0pct | +11.2% | +2.3pct |
| 航天 | +9.1% | -1.0pct | +1.6% | -0.5pct | +6.6% | -1.1pct |
| 兵器 | +16.1% | -2.0pct | -0.0% | -2.6pct | +16.0% | +0.4pct |
| 舰船 | +18.2% | -4.2pct | -1.5% | -5.6pct | +18.7% | +0.7pct |
| **26Q3** | **毛利率同比** | **毛利率环比** | **净利率同比** | **净利率环比** | **期间费用率同比** | **期间费用率环比** |
| 电子信息化 | -0.4pct | +0.4pct | -2.7pct | -4.9pct | +0.0pct | +3.3pct |
| 航空 | +2.8pct | +0.9pct | -0.7pct | -1.5pct | +3.5pct | +2.1pct |
| 航天 | -0.5pct | -1.2pct | -0.5pct | -0.2pct | -1.2pct | -0.4pct |
| 兵器 | -2.3pct | +2.5pct | -2.2pct | +1.2pct | +0.6pct | +0.9pct |
| 舰船 | -8.1pct | -7.5pct | -9.3pct | -7.2pct | -0.7pct | -0.1pct |

资料来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

# 各领域持续备货备产，航空、兵器现金流同比改善

- 从订单和存货看，26Q3末电子信息化、航空、航天、兵器、舰船合同负债分别较年初-6.6%、-3.2%、+12.5%、-23.8%、+7.3%，其中电子信息化、航空环比分别+3.6%、+6.6%，环比企稳回升；存货分别较年初+13.4%、+17.7%、+11.6%、+12.2%、+11.6%，航空存货2118亿元居各赛道之首；应收款项分别较年初+4.0%、+0.6%、+26.1%、-11.2%、+7.5%，航天应收增加较多主要系收入增长较快所致。

表6：军工各领域2026年9月末资产负债情况

| 2026/9/30 | 合同负债（亿元） | 较年初增长 | 预付款项（亿元） | 较年初增长 | 存货（亿元） | 较年初增长 | 在建工程（亿元） | 较年初增长 | 固定资产（亿元） | 较年初增长 | 应收款项（亿元） | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 电子信息化 | 77.1 | -6.6% | 101.9 | +28.0% | 533.6 | +13.4% | 256.0 | +34.6% | 538.8 | +10.5% | 980.9 | +4.0% |
| 航空 | 281.9 | -3.2% | 526.9 | +0.2% | 2,117.9 | +17.7% | 208.3 | -3.9% | 1,451.3 | +4.7% | 2,652.3 | +0.6% |
| 航天 | 60.3 | +12.5% | 80.2 | -0.1% | 400.4 | +11.6% | 34.5 | +21.5% | 264.5 | -3.5% | 344.0 | +26.1% |
| 兵器 | 38.1 | -23.8% | 41.9 | -15.2% | 115.1 | +12.2% | 21.4 | +15.3% | 151.9 | +3.9% | 172.9 | -11.2% |
| 舰船 | 8.2 | +7.3% | 19.1 | -6.3% | 58.6 | +11.6% | 5.8 | -1.0% | 39.5 | -0.8% | 114.8 | +7.5% |

- 从产能建设看，26Q1-Q3电子信息化、航空、航天、兵器、舰船资本性支出分别同比+19.9%、-3.3%、-2.6%、+1.7%、+4.6%，电子信息化扩产投入保持较快增长，航空、航天有所收缩。
- 从现金流看，26Q1-Q3各领域经营性净现金流合计-317.4亿元（25年同期-419.8亿元），航空、兵器同比改善明显，电子信息化、航天、舰船同比有所走弱；26Q3单季回款同比偏弱，军品回款多集中于四季度，后续经营性净现金流有望改善。

表7：军工各领域26Q1-Q3及26Q3现金流情况

| | 资本性支出（亿元） | | | | | 经营性净现金流（亿元） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 | 26Q1-Q3 | 去年同期 | 26Q3 | 去年同期 | 上一季度 |
| 电子信息化 | 170.1 | +19.9% | 40.9 | -31.5% | -21.2% | -12.4 | -6.8 | -16.2 | 0.3 | 47.9 |
| 航空 | 160.9 | -3.3% | 49.6 | -14.1% | -18.1% | -221.7 | -328.5 | -107.7 | -6.0 | -221.9 |
| 航天 | 24.2 | -2.6% | 8.9 | +12.6% | +16.7% | -52.6 | -47.0 | -6.2 | -4.1 | -3.1 |
| 兵器 | 13.9 | +1.7% | 4.4 | -2.6% | -13.0% | -16.0 | -34.8 | -4.3 | -1.3 | -37.4 |
| 舰船 | 3.3 | +4.6% | 0.6 | -48.7% | -20.7% | -14.8 | -2.7 | -6.0 | -1.0 | -1.7 |

资料来源：Wind，国金证券研究所

国金证券
SINOLINK SECURITIES

# 03 产业链：上游营收高增领先，下游收入利润降幅最大

# 产业链景气自上而下递减：上游收入高增，下游降幅最大

- 26Q1-Q3上中下游营收分别同比+20.8%、+1.4%、-23.1%，归母分别同比-22.6%、-10.0%、-39.9%，上游收入高增主要系楚江新材、中航光电等需求增长所致，下游降幅最大主要系主机厂交付放缓所致。26Q1-Q3上中下游毛利率分别19.1%（-4.0pct）、30.8%（+0.4pct）、10.9%（+1.0pct）；净利率分别5.0%（-2.8pct）、4.9%（-0.6pct）、2.7%（-0.8pct）。
- 26Q3上中下游营收分别同比+24.1%、-3.6%、-38.8%，环比-1.3%、-15.7%、-17.7%；归母同比-37.8%、-23.2%、-53.8%。26Q3毛利率同比-4.4pct、+1.1pct、+2.1pct，净利率同比-3.4pct、-1.1pct、-0.8pct，中游盈利韧性相对较强。26Q1-Q3营收增速低于-20%的企业上中下游分别9、31、5家，中游内部分化最明显；期间费用率上中下游分别13.0%（-0.7pct）、23.5%（+0.9pct）、7.7%（+1.9pct）。

表8：军工行业各环节26Q1-Q3营收及归母净利润

| 26Q1-Q3 | 营收（亿元） | 营收同比 | 归母净利润（亿元） | 归母净利润同比 |
|---|---|---|---|---|
| 上游 | 1,477.1 | +20.8% | 73.6 | -22.6% |
| 中游 | 1,288.7 | +1.4% | 63.7 | -10.0% |
| 下游 | 1,298.0 | -23.1% | 35.3 | -39.9% |
| **26Q3** | **营收同比** | **营收环比** | **归母净利润同比** | **归母净利润环比** |
| 上游 | +24.1% | -1.3% | -37.8% | -51.4% |
| 中游 | -3.6% | -15.7% | -23.2% | -39.6% |
| 下游 | -38.8% | -17.7% | -53.8% | -35.3% |

表9：军工行业各环节26Q1-Q3营收及归母净利润增速分布

| 营业收入增速 | 上游 | 中游 | 下游 |
|---|---|---|---|
| 增速高于30% | 8 | 11 | 2 |
| 增速在20%-30% | 1 | 10 | 2 |
| 增速10%-20% | 5 | 7 | 1 |
| 增速0-10% | 7 | 18 | 1 |
| 增速-10%-0 | 7 | 17 | 3 |
| 增速-20%--10% | 3 | 10 | 0 |
| 增速低于-20% | 9 | 31 | 5 |
| **归母净利润增速** | **上游** | **中游** | **下游** |
| 增速高于30% | 8 | 21 | 4 |
| 增速在20%-30% | 1 | 5 | 1 |
| 增速10%-20% | 5 | 5 | 0 |
| 增速0-10% | 1 | 2 | 1 |
| 增速-10%-0 | 2 | 9 | 0 |
| 增速-20%--10% | 4 | 4 | 0 |
| 增速低于-20% | 19 | 58 | 8 |

表10：军工各环节26Q1-Q3及26Q3毛利率、净利率与期间费用

| 26Q1-Q3 | 毛利率 | 毛利率同比 | 净利率 | 净利率同比 | 期间费用率 | 期间费用率同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 上游 | +19.1% | -4.0pct | +5.0% | -2.8pct | +13.0% | -0.7pct |
| 中游 | +30.8% | +0.4pct | +4.9% | -0.6pct | +23.5% | +0.9pct |
| 下游 | +10.9% | +1.0pct | +2.7% | -0.8pct | +7.7% | +1.9pct |
| **26Q3** | **毛利率同比** | **毛利率环比** | **净利率同比** | **净利率环比** | **期间费用率同比** | **期间费用率环比** |
| 上游 | -4.4pct | -1.5pct | -3.4pct | -3.5pct | -1.7pct | -0.0pct |
| 中游 | +1.1pct | +0.9pct | -1.1pct | -1.8pct | +1.1pct | +3.0pct |
| 下游 | +2.1pct | +0.6pct | -0.8pct | -0.6pct | +3.3pct | +2.1pct |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 上游订单与备产领先，下游经营现金流同比大幅改善

- 26Q3末上中下游合同负债分别较年初+18.6%、-3.5%、-6.2%，上游订单领先；存货分别较年初+14.9%、+13.1%、+18.0%，各环节普遍备货备产；预付款项分别较年初+45.3%、+15.2%、-3.5%，上游采购备产明显加快；应收款项分别较年初+9.8%、+6.2%、-4.5%。

表11：军工行业各环节2026年9月末资产负债情况

| 2026/9/30 | 合同负债（亿元） | 较年初增长 | 预付款项（亿元） | 较年初增长 | 存货（亿元） | 较年初增长 | 在建工程（亿元） | 较年初增长 | 固定资产（亿元） | 较年初增长 | 应收款项（亿元） | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上游 | 32.8 | +18.6% | 53.8 | +45.3% | 589.0 | +14.9% | 292.4 | +37.0% | 679.7 | +7.6% | 992.0 | +9.8% |
| 中游 | 128.6 | -3.5% | 142.4 | +15.2% | 990.9 | +13.1% | 128.9 | -7.8% | 938.0 | +3.8% | 1,675.9 | +6.2% |
| 下游 | 304.2 | -6.2% | 573.8 | -3.5% | 1,645.7 | +18.0% | 104.7 | -1.7% | 828.5 | +3.8% | 1,596.9 | -4.5% |

- 26Q1-Q3上中下游资本性支出分别同比+16.6%、+1.5%、-7.1%，上游扩产投入保持较快增长，下游资本开支同比收缩；上游在建工程较年初+37.0%，扩产力度最大。
- 26Q1-Q3上中下游经营性净现金流分别为-39.1、-46.3、-232.1亿元（25年同期-17.4、-21.2、-381.2亿元），下游同比少流出149亿元，主要系客户回款进度加快所致；26Q3分别为-29.9、-31.7、-78.9亿元，四季度回款有望提速。

表12：军工行业各环节26Q1-Q3及26Q3现金流情况

| | 资本性支出（亿元） | | | | | 经营性净现金流（亿元） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 | 26Q1-Q3 | 去年同期 | 26Q3 | 去年同期 | 上一季度 |
| 上游 | 179.6 | +16.6% | 44.9 | -31.3% | -17.7% | -39.1 | -17.4 | -29.9 | -28.5 | 69.3 |
| 中游 | 127.9 | +1.5% | 37.4 | -8.8% | -20.9% | -46.3 | -21.2 | -31.7 | 9.8 | 27.4 |
| 下游 | 64.8 | -7.1% | 22.1 | -10.1% | -8.1% | -232.1 | -381.2 | -78.9 | 6.5 | -312.8 |

资料来源：Wind，国金证券研究所

国金证券
SINOLINK SECURITIES

# 04 核心赛道表现

# 航空主机厂受交付放缓与高基数拖累，Q3收入同比降幅扩大

- 26Q1-Q3主机厂整体营收717.0亿元（同比-38.9%），主要系中航成飞（-51.5%）、中航西飞（-38.4%）、中航沈飞（-34.2%）交付放缓叠加高基数所致，洪都航空营收同比+39.2%，主要系产品交付数量增加；归母净利润27.0亿元（同比-44.9%）。26Q1-Q3主机厂毛利率9.2%（同比+0.9pct），期间费用率5.5%（同比+2.1pct），净利率3.8%（同比-0.4pct）。
- 26Q3主机厂实现营收244.1亿元（同比-52.0%、环比-14.3%），归母净利润8.3亿元（同比-55.9%、环比-32.1%），其中中航沈飞单季营收同比+23.3%，中航成飞、中航西飞单季营收同比分别-70.0%、-59.1%。26Q3毛利率8.8%（同比+1.2pct、环比-0.6pct），净利率3.4%（同比-0.3pct、环比-0.9pct），期间费用率6.0%（同比+2.9pct、环比+1.3pct）。四季度交付与新订单落地是修复关键。

图5：航空主机厂各年前三季度营收及归母净利润（亿元）

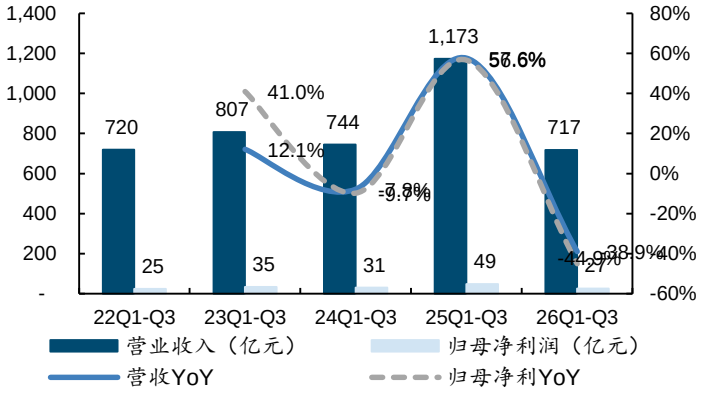



图6：航空主机厂各年前三季度主要盈利指标情

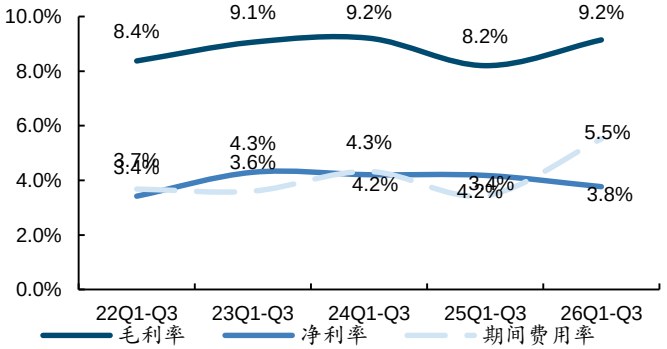



表13：航空主机厂26Q1-Q3及26Q3业绩基本面表现

| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营收（亿元） | 717.0 | -38.9% | 244.1 | -52.0% | -14.3% |
| 归母净利润（亿元） | 27.0 | -44.9% | 8.3 | -55.9% | -32.1% |
| 毛利率 | 9.2% | +0.9pct | 8.8% | +1.2pct | -0.6pct |
| 净利率 | 3.8% | -0.4pct | 3.4% | -0.3pct | -0.9pct |
| 期间费用率 | 5.5% | +2.1pct | 6.0% | +2.9pct | +1.3pct |

资料来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

# 主机厂合同负债环比回升、存货持续增加，回款同比明显改善

- 26Q3末主机厂合同负债173亿元，较年初-6.3%、环比+12.1%，环比回升；预付款项460亿元，较年初-0.7%；存货867亿元，较年初+20.8%，主要系后续交付前持续备产所致；应收款项771亿元，较年初-16.4%。
- 26Q3末主机厂固定资产336亿元（较年初+8.8%），在建工程61亿元（较年初+3.9%）。26Q1-Q3主机厂资本性支出30.9亿元（同比-4.4%）；经营性净现金流-104.4亿元，25年同期-232.2亿元，同比改善128亿元，回款明显加快；26Q3单季经营性净现金流-66.7亿元（去年同期1.7亿元）。26Q3资本性支出11.4亿元（同比-4.9%、环比+8.3%）。

图7：航空主机厂24Q2-26Q3单季度经营性净现金流与资本支出

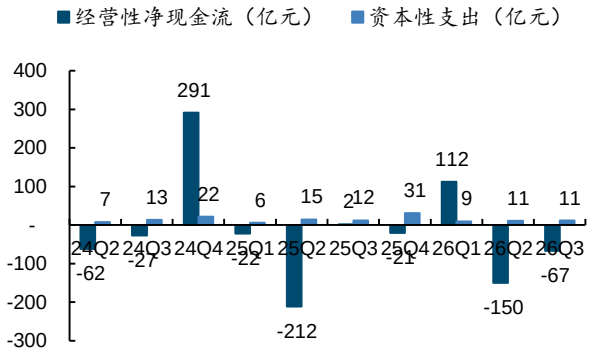
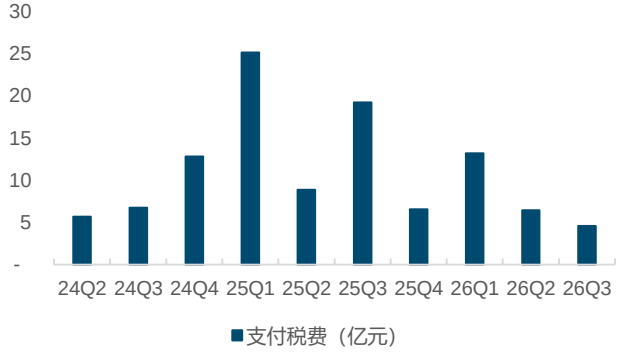



表14：航空主机厂26Q1-Q3及26Q3资产负债和现金流

| 单位：亿元 | 2026/9/30 | 2026/6/30 | 较上一季度末增长 | 2025/12/31 | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|
| 合同负债 | 172.9 | 154.3 | +12.1% | 184.6 | -6.3% |
| 预付款项 | 459.6 | 421.9 | +8.9% | 462.7 | -0.7% |
| 存货 | 866.8 | 826.7 | +4.8% | 717.3 | +20.8% |
| 在建工程 | 61.0 | 57.2 | +6.6% | 58.7 | +3.9% |
| 固定资产 | 336.1 | 335.4 | +0.2% | 309.0 | +8.8% |
| 应收款项 | 771.2 | 749.3 | +2.9% | 922.4 | -16.4% |
| | **26Q1-Q3** | **同比** | **26Q3** | **同比** | **环比** |
| 资本性支出 | 30.9 | -4.4% | 11.4 | -4.9% | +8.3% |
| | **26Q1-Q3** | **25Q1-Q3** | **26Q3** | **25Q3** | **26Q2** |
| 经营性净现金流 | -104.4 | -232.2 | -66.7 | 1.7 | -149.7 |

图8：航空主机厂24Q2-26Q3单季度支付税费（亿元）




资料来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

# 航发产业链收入延续增长，价格压力致增收不增利

- 26Q1-Q3航发产业链实现营收758.0亿元（同比+12.8%），主要系航发动力（+28.4%）批产交付放量及隆达股份、图南股份等材料需求增长所致；归母净利润28.5亿元（同比-11.4%），增收不增利。26Q1-Q3毛利率16.7%（同比-2.0pct），下行主要系部分产品价格调整所致；净利率3.8%（-1.0pct），期间费用率10.9%（-0.3pct）。
- 26Q3实现营收233.5亿元（同比-0.4%、环比-24.1%），归母净利润3.8亿元（同比-45.4%、环比-75.8%），三季度主机交付环比回落，单季利润下滑明显。26Q3毛利率16.1%（同比-0.4pct、环比+0.6pct），期间费用率12.1%（同比+0.2pct、环比+2.5pct），净利率1.6%（同比-1.3pct、环比-3.5pct）。需求端景气延续，盈利端仍需关注价格压力。

表15：航发产业链26Q1-Q3及26Q3业绩基本面表现

| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营收（亿元） | 758.0 | +12.8% | 233.5 | -0.4% | -24.1% |
| 归母净利润（亿元） | 28.5 | -11.4% | 3.8 | -45.4% | -75.8% |
| 毛利率 | 16.7% | -2.0pct | 16.1% | -0.4pct | +0.6pct |
| 净利率 | 3.8% | -1.0pct | 1.6% | -1.3pct | -3.5pct |
| 期间费用率 | 10.9% | -0.3pct | 12.1% | +0.2pct | +2.5pct |

图9：航发产业链各年前三季度营收及利润（亿

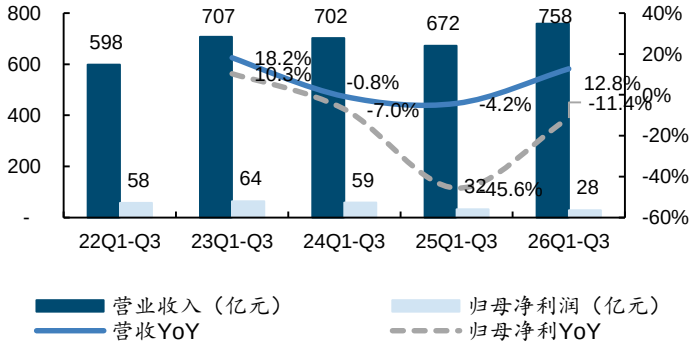
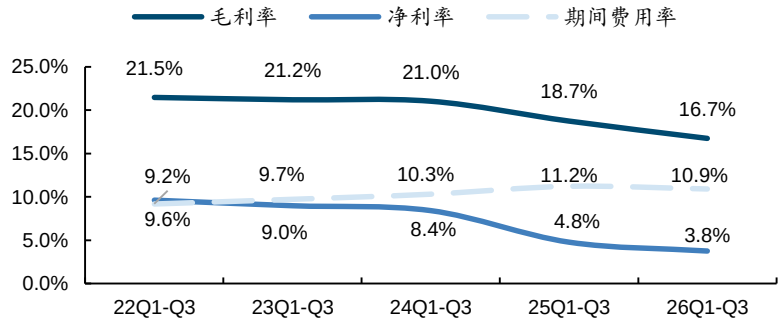



图10：航发产业链各年前三季度主要盈利指标情




资料来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

# 航发合同负债较年初持平、存货持续增加，回款压力上升

- 26Q3末航发产业链合同负债73.3亿元，较年初+1.4%、同比-25.2%；存货749.4亿元，较年初+17.4%，为后续交付备产；应收款项1033.7亿元，较年初+12.4%、同比+17.3%，回款压力上升主要系交付增加回款滞后所致。
- 26Q3末航发产业链在建工程69.5亿元（较年初-14.8%），固定资产608.9亿元（较年初+4.5%），产能逐步转固。26Q1-Q3资本性支出62.2亿元（同比-5.9%）；经营性净现金流-96.3亿元，25年同期-82.3亿元，同比走弱14亿元；收现比89.3%（去年同期94.5%）。预付款项32.6亿元，较年初+1.9%、同比+24.0%。

表16：航发产业链26Q1-Q3及26Q3资产负债和现金流

| 单位：亿元 | 2026/9/30 | 2026/6/30 | 较上一季度末增长 | 2025/12/31 | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|
| 合同负债 | 73.3 | 76.3 | -4.0% | 72.2 | +1.4% |
| 预付款项 | 32.6 | 31.4 | +3.8% | 32.0 | +1.9% |
| 存货 | 749.4 | 713.3 | +5.1% | 638.2 | +17.4% |
| 在建工程 | 69.5 | 78.0 | -10.9% | 81.6 | -14.8% |
| 固定资产 | 608.9 | 594.1 | +2.5% | 582.5 | +4.5% |
| 应收款项 | 1,033.7 | 986.4 | +4.8% | 919.3 | +12.4% |
| | **26Q1-Q3** | **同比** | **26Q3** | **同比** | **环比** |
| 资本性支出 | 62.2 | -5.9% | 19.7 | -20.4% | -10.6% |
| | **26Q1-Q3** | **25Q1-Q3** | **26Q3** | **25Q3** | **26Q2** |
| 经营性净现金流 | -96.3 | -82.3 | -20.7 | 10.8 | -89.4 |

图11：航发产业链24Q2-26Q3单季度经营性净现金流与资本支出

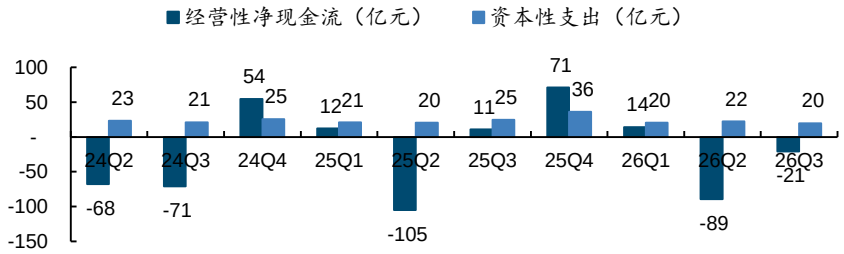
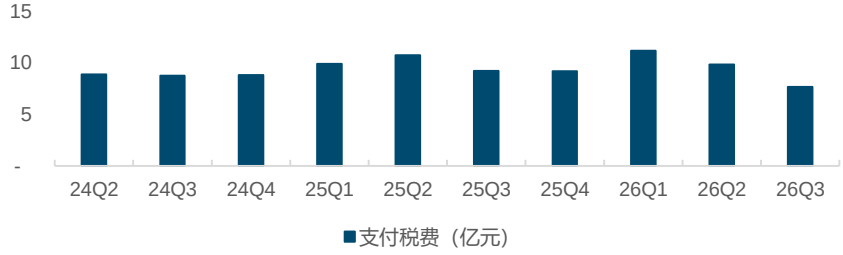



图12：航发产业链24Q2-26Q3单季度支付税费




资料来源：Wind，国金证券研究所

# 航发内部主机厂收入高增，锻造利润稳健、材料端承压

- 26Q1-Q3航发产业链各板块（按新材料、航空锻铸造、部件机加、系统配套、主机厂口径）营收分别为：主机厂294.1亿元（同比+28.4%）、新材料249.2亿元（同比+8.6%）、航空锻铸造151.1亿元（同比+5.6%）、系统配套39.0亿元（同比-1.6%）、部件机加24.5亿元（同比-20.5%）。主机厂是航发板块收入增长的主要拉动，主要系批产型号交付放量所致。
- 利润端，26Q1-Q3各板块归母净利润分别为：航空锻铸造14.4亿元（同比+5.2%）、新材料9.9亿元（同比-24.1%）、系统配套2.3亿元（同比-41.6%）、主机厂1.5亿元（同比+41.6%）、部件机加0.3亿元（同比-3.0%）。航空锻铸造利润保持稳定，新材料利润下滑主要系西部超导利润承压所致；26Q3除部件机加外，其余板块归母净利润均同比下降。

表17：航发产业链各板块26Q1-Q3及26Q3营收与归母净利润

| | 26Q1-Q3 | | | | 26Q3 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营收（亿元） | 营收同比 | 归母净利润（亿元） | 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 |
| 新材料 | 249.2 | +8.6% | 9.9 | -24.1% | +8.5% | -6.7% | -66.6% | -87.8% |
| 航空锻铸造 | 151.1 | +5.6% | 14.4 | +5.2% | +4.2% | -22.7% | -24.3% | -62.9% |
| 部件机加 | 24.5 | -20.5% | 0.3 | -3.0% | -47.4% | -23.5% | +17.2% | +28.7% |
| 系统配套 | 39.0 | -1.6% | 2.3 | -41.6% | -7.2% | -18.9% | -81.4% | -81.0% |
| 主机厂 | 294.1 | +28.4% | 1.5 | +41.6% | -1.7% | -36.7% | -59.2% | -95.4% |

资料来源：Wind，航发动力公告，国金证券研究所

# 航发盈利分化：锻铸造盈利领先且稳健，材料与系统配套承压

- 26Q1-Q3分板块看：航空锻铸造毛利率28.3%（同比-1.0pct）、净利率9.5%（基本持平），盈利水平最高且保持稳定；系统配套毛利率22.7%（-3.4pct）、净利率6.0%（-4.1pct），降幅最大；新材料毛利率17.3%（-2.3pct）、净利率4.0%（-1.7pct），主要系西部超导利润承压所致；部件机加毛利率15.8%（+2.5pct）、净利率1.2%（+0.2pct），为唯一毛利率与净利率双升的板块；主机厂毛利率9.6%（-1.1pct）、净利率0.5%（基本持平）。
- 26Q3看，新材料毛利率同比-2.0pct、净利率同比-2.0pct；航空锻铸造毛利率同比-1.1pct、净利率同比-2.2pct；系统配套毛利率同比-4.2pct、净利率同比-6.0pct；主机厂毛利率同比+0.6pct、净利率同比-0.1pct。期间费用率方面，26Q1-Q3新材料11.4%（+0.8pct）、航空锻铸造16.2%（+0.2pct）、部件机加12.7%（+4.3pct）、系统配套12.0%（+0.5pct）、主机厂7.5%（-1.7pct）。

表18：航发各板块26Q1-Q3与26Q3盈利能力

| 26Q1-Q3 | 毛利率 | 毛利率同比 | 净利率 | 净利率同比 | 期间费用率 | 期间费用率同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 新材料 | +17.3% | -2.3pct | +4.0% | -1.7pct | +11.4% | +0.8pct |
| 航空锻铸造 | +28.3% | -1.0pct | +9.5% | -0.0pct | +16.2% | +0.2pct |
| 部件机加 | +15.8% | +2.5pct | +1.2% | +0.2pct | +12.7% | +4.3pct |
| 系统配套 | +22.7% | -3.4pct | +6.0% | -4.1pct | +12.0% | +0.5pct |
| 主机厂 | +9.6% | -1.1pct | +0.5% | +0.0pct | +7.5% | -1.7pct |
| **26Q3** | **毛利率同比** | **毛利率环比** | **净利率同比** | **净利率环比** | **期间费用率同比** | **期间费用率环比** |
| 新材料 | -2.0pct | -3.0pct | -2.0pct | -6.0pct | -0.6pct | -1.4pct |
| 航空锻铸造 | -1.1pct | +0.7pct | -2.2pct | -6.3pct | -1.5pct | +3.3pct |
| 部件机加 | +4.4pct | -3.5pct | +1.6pct | +1.2pct | +9.4pct | +6.4pct |
| 系统配套 | -4.2pct | -5.9pct | -6.0pct | -4.9pct | +2.2pct | +3.6pct |
| 主机厂 | +0.6pct | +2.9pct | -0.1pct | -1.0pct | +0.1pct | +4.0pct |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 主机厂备货加码支撑后续交付，锻铸造合同负债较年初回落

- 26Q3末主机厂合同负债60.0亿元（较年初+9.2%），存货405.8亿元（较年初+26.0%），合同负债与存货同步增加，为后续交付提供支撑；应收款项548.1亿元（较年初+10.8%），回款压力上升主要系交付增加回款滞后所致。
- 新材料板块合同负债9.4亿元（较年初-6.0%），存货184.7亿元（较年初+5.1%），在建工程22.1亿元（较年初+7.3%）；航空锻铸造合同负债2.7亿元（较年初-54.9%），存货114.1亿元（较年初+13.9%），在建工程31.3亿元（较年初-7.7%）；部件机加、系统配套体量较小，合同负债分别0.3亿元（-3.5%）、0.8亿元（-12.4%）。各板块预付款项分别9.5、3.3、1.4、0.9、17.3亿元（较年初+79.0%、-0.9%、+37.2%、+32.3%、-19.5%）；应收款项分别213.8、185.1、23.6、63.0、548.1亿元（较年初+18.2%、+11.9%、-1.3%、+16.0%、+10.8%）。

表19：航发各板块2026年9月末资产负债情况

| 2026/9/30 | 合同负债（亿元） | 较年初增长 | 预付款项（亿元） | 较年初增长 | 存货（亿元） | 较年初增长 | 在建工程（亿元） | 较年初增长 | 固定资产（亿元） | 较年初增长 | 应收款项（亿元） | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 新材料 | 9.4 | -6.0% | 9.5 | +79.0% | 184.7 | +5.1% | 22.1 | +7.3% | 172.8 | -0.0% | 213.8 | +18.2% |
| 航空锻铸造 | 2.7 | -54.9% | 3.3 | -0.9% | 114.1 | +13.9% | 31.3 | -7.7% | 124.8 | +10.0% | 185.1 | +11.9% |
| 部件机加 | 0.3 | -3.5% | 1.4 | +37.2% | 28.0 | +15.5% | 2.6 | +53.2% | 23.0 | -1.8% | 23.6 | -1.3% |
| 系统配套 | 0.8 | -12.4% | 0.9 | +32.3% | 16.8 | +4.0% | 1.9 | -32.7% | 39.9 | +7.0% | 63.0 | +16.0% |
| 主机厂 | 60.0 | +9.2% | 17.3 | -19.5% | 405.8 | +26.0% | 11.6 | -48.6% | 248.4 | +5.5% | 548.1 | +10.8% |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 航发资本开支有所收缩，锻铸造现金流同比改善

- 26Q1-Q3新材料、航空锻铸造、部件机加、系统配套、主机厂资本性支出分别同比-17.0%、+7.5%、+1.0%、-7.5%、-9.0%，板块合计62.2亿元、同比-5.9%，扩产投入整体收缩。
- 现金流方面，26Q1-Q3新材料、航空锻铸造、部件机加、系统配套、主机厂经营性净现金流分别为-18.5、5.4、1.4、1.0、-85.5亿元（25年同期-11.5、0.3、6.8、6.7、-84.7亿元），航空锻铸造同比改善，新材料、部件机加、系统配套同比走弱，主要系备货增加占用资金所致。26Q3各板块资本性支出分别为4.6、7.1、0.8、1.4、5.8亿元，26Q3经营性净现金流分别为-2.2、-2.3、-0.8、-4.5、-10.9亿元，三季度回款普遍偏弱。

表20：航发各板块26Q1-Q3和26Q3资本性支出和经营性净现金流

| | 资本性支出（亿元） | | | | | 经营性净现金流（亿元） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 | 26Q1-Q3 | 去年同期 | 26Q3 | 去年同期 | 上一季度 |
| 新材料 | 14.5 | -17.0% | 4.6 | -38.6% | +5.6% | -18.5 | -11.5 | -2.2 | -2.6 | 1.5 |
| 航空锻铸造 | 20.3 | +7.5% | 7.1 | +5.1% | +16.7% | 5.4 | 0.3 | -2.3 | 5.3 | 6.0 |
| 部件机加 | 2.8 | +1.0% | 0.8 | -19.2% | -30.6% | 1.4 | 6.8 | -0.8 | 4.3 | 2.4 |
| 系统配套 | 4.6 | -7.5% | 1.4 | -10.8% | -30.0% | 1.0 | 6.7 | -4.5 | -3.4 | 8.9 |
| 主机厂 | 20.1 | -9.0% | 5.8 | -26.8% | -31.2% | -85.5 | -84.7 | -10.9 | 7.0 | -108.3 |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 军工电子收入稳增、利润持平，Q3单季收入同比提速

- 26Q1-Q3军工电子产业链实现营收504.6亿元（同比+10.5%），归母净利润57.7亿元（同比-0.1%），收入稳步增长、利润基本持平：收入端主要系中航光电、火炬电子、航天电器等交付增长所致，利润端受成都华微、紫光国微、振华科技利润下滑拖累。26Q1-Q3毛利率37.1%（同比-3.0pct），价格压力仍在；净利率11.4%（-1.2pct），期间费用率22.4%（-0.6pct），费用管控良好。
- 26Q3军工电子实现营收179.3亿元（同比+17.4%、环比-2.0%），归母净利润17.5亿元（同比-7.2%、环比-37.3%），收入同比提速但利润承压。26Q3毛利率37.6%（同比-3.2pct、环比+0.1pct），净利率9.8%（同比-2.6pct、环比-5.5pct），期间费用率21.8%（同比-2.8pct、环比+0.9pct）。

图13：军工电子各年前三季度营收及归母净利润（亿元）

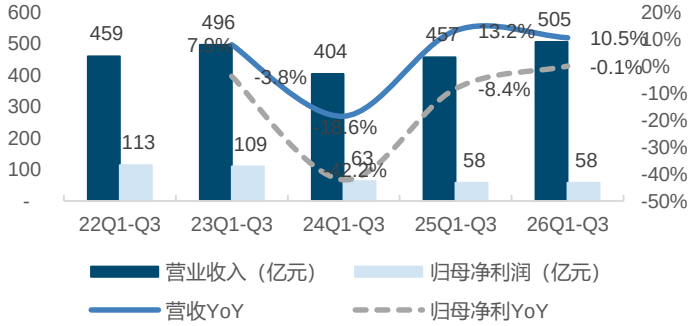



图14：军工电子各年前三季度利润率及期间费用率

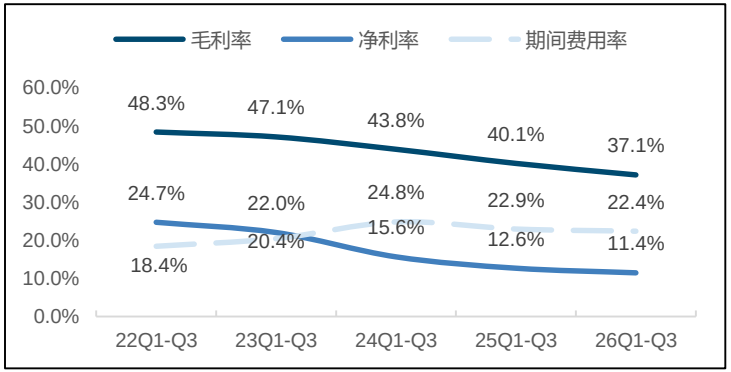



表21：军工电子26Q1-Q3及26Q3业绩基本面表现

| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营收 | 504.6 | +10.5% | 179.3 | +17.4% | -2.0% |
| 归母净利润 | 57.7 | -0.1% | 17.5 | -7.2% | -37.3% |
| 毛利率 | 37.1% | -3.0pct | 37.6% | -3.2pct | +0.1pct |
| 净利率 | 11.4% | -1.2pct | 9.8% | -2.6pct | -5.5pct |
| 期间费用率 | 22.4% | -0.6pct | 21.8% | -2.8pct | +0.9pct |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 军工电子备产采购加快、合同负债较年初增长，回款同比改善

- 26Q3末军工电子合同负债12.4亿元，较年初+10.4%、同比+7.0%；预付款项20.5亿元，较年初+50.8%、同比+41.2%，备产采购明显加快；存货270.0亿元，较年初+13.2%、同比+12.4%；在建工程20.9亿元，较年初-19.8%；固定资产263.0亿元，较年初+4.4%；应收款项618.7亿元，较年初+5.7%。
- 26Q1-Q3军工电子资本性支出35.4亿元（同比-8.8%），扩产投入有所收缩；26Q3资本性支出11.6亿元（同比-1.5%、环比-3.1%）。26Q1-Q3经营性净现金流12.6亿元，25年同期-1.9亿元，同比改善；26Q3经营性净现金流-25.1亿元（25年同期-21.9亿元）。26Q1-Q3收现比96.6%（去年同期86.3%），同比提升。

表22：军工电子26Q1-Q3及26Q3资产负债和现金流

| 单位：亿元 | 2026/9/30 | 2026/6/30 | 较上一季度末增长 | 2025/12/31 | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|
| 合同负债 | 12.4 | 11.7 | +5.5% | 11.2 | +10.4% |
| 预付款项 | 20.5 | 18.3 | +12.2% | 13.6 | +50.8% |
| 存货 | 270.0 | 255.3 | +5.7% | 238.4 | +13.2% |
| 在建工程 | 20.9 | 21.1 | -0.6% | 26.1 | -19.8% |
| 固定资产 | 263.0 | 259.9 | +1.2% | 252.0 | +4.4% |
| 应收款项 | 618.7 | 565.7 | +9.4% | 585.6 | +5.7% |
| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
| 资本性支出 | 35.4 | -8.8% | 11.6 | -1.5% | -3.1% |
| | 26Q1-Q3 | 25Q1-Q3 | 26Q3 | 25Q3 | 26Q2 |
| 经营性净现金流 | 12.6 | -1.9 | -25.1 | -21.9 | 73.6 |

图15：军工电子24Q2-26Q3单季度经营性净现金流与资本支出

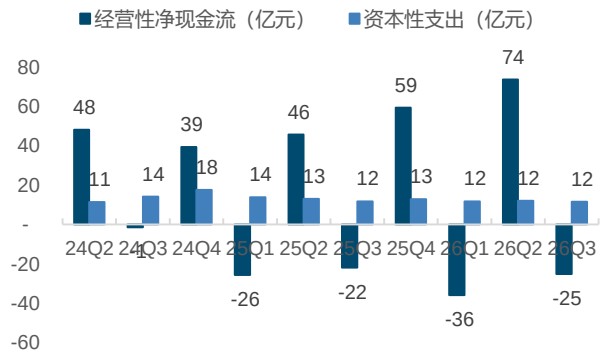
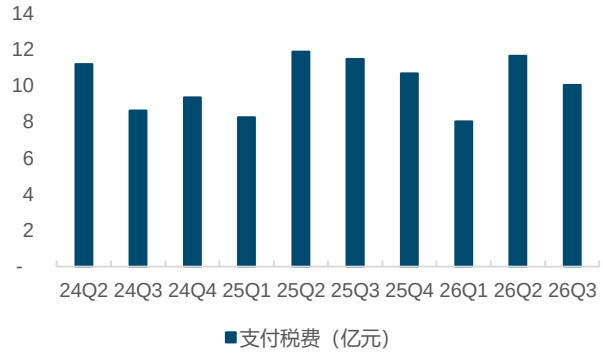



图16：军工电子24Q2-26Q3单季度支付税费（亿元）




资料来源：Wind，国金证券研究所

# 军工电子分化：连接器Q3量利齐升，集成电路累计利润增速高

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 26Q1-Q3军工电子各板块营收分别为：连接器256.0亿元（同比+14.9%）、被动元件109.9亿元（同比+16.3%）、集成电路99.0亿元（同比+1.5%）、模块组件39.7亿元（同比-5.1%），主要系下游需求恢复所致。
- 利润端，26Q1-Q3连接器归母22.7亿元（同比+8.5%）；被动元件12.7亿元（同比-14.8%），主要系毛利率同比下降8.0pct所致；集成电路21.3亿元（同比+9.3%），利润增速最高，主要系复旦微电销售额及毛利增长、存货跌价损失下降所致；模块组件1.0亿元（同比-58.9%），利润承压。26Q3连接器营收同比+41.2%、归母同比+111.7%，单季量利齐升。

表23：军工电子各板块26Q1-Q3及26Q3营收与归母净利润

| | 26Q1-Q3 | | | | 26Q3 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营收（亿元） | 营收同比 | 归母净利润（亿元） | 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 |
| 连接器 | 256.0 | +14.9% | 22.7 | +8.5% | +41.2% | +9.0% | +111.7% | +11.8% |
| 被动元件 | 109.9 | +16.3% | 12.7 | -14.8% | +12.1% | -9.7% | -36.6% | -50.8% |
| 集成电路 | 99.0 | +1.5% | 21.3 | +9.3% | -10.9% | -11.3% | -45.3% | -61.1% |
| 模块组件 | 39.7 | -5.1% | 1.0 | -58.9% | -10.9% | -21.0% | -51.9% | -62.5% |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 军工电子备产采购加快，集成电路、连接器现金流同比改善

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 26Q3末连接器、被动元件、集成电路、模块组件合同负债分别5.5、2.8、2.9、1.2亿元（较年初-0.6%、+315.3%、-17.3%、-23.4%），被动元件大增主要系新签订单增加所致；预付款项分别较年初+65.4%、+212.5%、+17.6%、+5.6%，备产采购加快；存货分别较年初+18.6%、+17.9%、+1.1%、+15.6%；在建工程分别较年初+52.6%、+60.6%、+24.7%、-95.9%，连接器扩产加快；应收款项分别较年初+9.7%、+0.6%、+6.8%、+0.1%，回款压力总体可控。

表24：军工电子各板块2026年9月末资产负债情况

| 2026/9/30 | 合同负债（亿元） | 较年初增长 | 预付款项（亿元） | 较年初增长 | 存货（亿元） | 较年初增长 | 在建工程（亿元） | 较年初增长 | 固定资产（亿元） | 较年初增长 | 应收款项（亿元） | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 连接器 | 5.5 | -0.6% | 3.4 | +65.4% | 111.7 | +18.6% | 14.3 | +52.6% | 123.1 | +3.4% | 269.4 | +9.7% |
| 被动元件 | 2.8 | +315.3% | 5.9 | +212.5% | 63.1 | +17.9% | 3.6 | +60.6% | 57.7 | -5.2% | 135.7 | +0.6% |
| 集成电路 | 2.9 | -17.3% | 10.1 | +17.6% | 67.7 | +1.1% | 2.6 | +24.7% | 39.5 | -4.2% | 133.5 | +6.8% |
| 模块组件 | 1.2 | -23.4% | 1.2 | +5.6% | 27.5 | +15.6% | 0.5 | -95.9% | 42.7 | +38.5% | 80.1 | +0.1% |

- 26Q1-Q3连接器、被动元件、集成电路、模块组件资本性支出分别同比+13.5%、+4.9%、-30.4%、-46.5%，连接器扩产持续推进，集成电路、模块组件资本开支明显收缩。
- 26Q1-Q3各板块经营性净现金流分别为-7.8、5.7、15.2、-0.4亿元（25年同期-14.6、8.2、3.2、1.3亿元），集成电路、连接器同比改善明显；26Q3分别为-14.3、-4.7、-2.6、-3.6亿元，三季度为回款淡季。

表25：军工电子各板块26Q1-Q3和26Q3现金流情况

| | 资本性支出（亿元） | | | | | 经营性净现金流（亿元） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 | 26Q1-Q3 | 去年同期 | 26Q3 | 去年同期 | 上一季度 |
| 连接器 | 19.8 | +13.5% | 6.7 | +29.5% | +10.8% | -7.8 | -14.6 | -14.3 | -12.4 | 29.5 |
| 被动元件 | 6.0 | +4.9% | 2.0 | +17.6% | -8.5% | 5.7 | 8.2 | -4.7 | -4.9 | 16.8 |
| 集成电路 | 5.2 | -30.4% | 2.0 | -20.1% | +8.8% | 15.2 | 3.2 | -2.6 | -1.7 | 19.9 |
| 模块组件 | 4.3 | -46.5% | 0.9 | -62.1% | -52.1% | -0.4 | 1.3 | -3.6 | -2.9 | 7.4 |

资料来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

# 导弹产业链收入高增，利润受毛利率下行拖累

- 26Q1-Q3导弹产业链实现营收904.7亿元（同比+29.8%），主要系楚江新材、航天电器、菲利华等收入增长所致；归母净利润17.8亿元（同比-10.5%），利润端受毛利率下行影响有所下滑。26Q1-Q3毛利率10.8%（同比-1.3pct），净利率2.0%（-0.9pct），期间费用率7.0%（-0.6pct）。
- 26Q3实现营收326.5亿元（同比+33.8%、环比+1.6%），归母净利润4.2亿元（同比-21.0%、环比-54.9%）。26Q3毛利率10.2%（同比-1.1pct、环比-1.4pct），净利率1.3%（同比-0.9pct、环比-1.6pct）。需求端景气延续，盈利仍受价格因素压制。

图17：导弹产业链各年前三季度营收及利润（亿元）

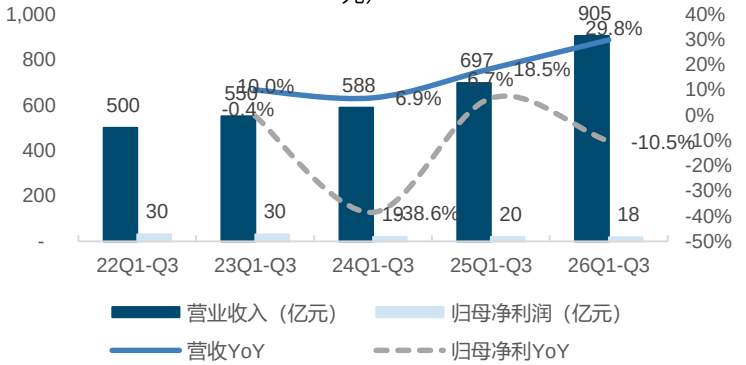



图18：导弹产业链各年前三季度主要盈利指标情况

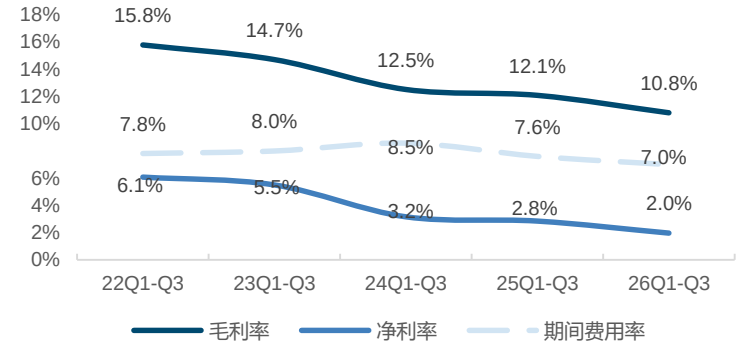



表26：导弹产业链26Q1-Q3及26Q3业绩基本面表现

| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营收（亿元） | 904.7 | +29.8% | 326.5 | +33.8% | +1.6% |
| 归母净利润（亿元） | 17.8 | -10.5% | 4.2 | -21.0% | -54.9% |
| 毛利率 | 10.8% | -1.3pct | 10.2% | -1.1pct | -1.4pct |
| 净利率 | 2.0% | -0.9pct | 1.3% | -0.9pct | -1.6pct |
| 期间费用率 | 7.0% | -0.6pct | 6.8% | -1.1pct | -0.1pct |

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 导弹产业链备货与订单同步增长，合同负债较年初大增

- 26Q3末导弹产业链存货156.9亿元，较年初+26.6%，主要系批产前集中备货所致；合同负债16.2亿元，较年初+33.6%、环比+26.3%，订单前瞻指标明显改善；预付款项47.7亿元，较年初+22.6%；应收款项284.7亿元，较年初+17.1%。
- 26Q3末在建工程23.1亿元（较年初-20.4%），固定资产212.2亿元（较年初+8.0%），扩产进入转固阶段。26Q1-Q3资本性支出30.3亿元（同比+1.2%）；经营性净现金流-29.0亿元（去年同期-20.6亿元），同比有所走弱；26Q3经营性净现金流-3.9亿元（去年同期-9.4亿元）。

表27：导弹产业链26Q1-Q3及26Q3资产负债和现金流情况

| 单位：亿元 | 2026/9/30 | 2026/6/30 | 较上一季度末增长 | 2025/12/31 | 较年初增长 |
|---|---|---|---|---|---|
| 合同负债 | 16.2 | 12.8 | +26.3% | 12.1 | +33.6% |
| 预付款项 | 47.7 | 39.4 | +21.0% | 38.9 | +22.6% |
| 存货 | 156.9 | 149.1 | +5.3% | 123.9 | +26.6% |
| 在建工程 | 23.1 | 25.7 | -10.1% | 29.0 | -20.4% |
| 固定资产 | 212.2 | 201.6 | +5.2% | 196.4 | +8.0% |
| 应收款项 | 284.7 | 271.8 | +4.7% | 243.1 | +17.1% |
| | 26Q1-Q3 | 同比 | 26Q3 | 同比 | 环比 |
| 资本性支出 | 30.3 | +1.2% | 11.7 | +10.0% | +13.3% |
| | 26Q1-Q3 | 25Q1-Q3 | 26Q3 | 25Q3 | 26Q2 |
| 经营性净现金流 | -29.0 | -20.6 | -3.9 | -9.4 | 15.7 |

图19：导弹产业链24Q2-26Q3单季度经营性净现金流与资本支出

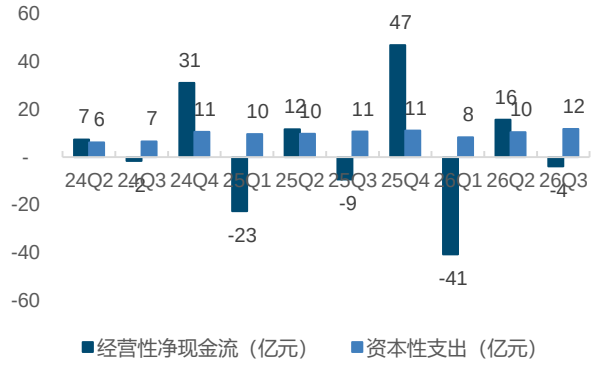
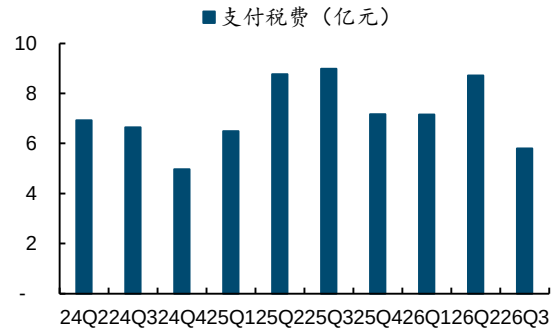



图20：导弹产业链24Q2-26Q3单季度支付税费（亿元）




资料来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

国金证券
SINOLINK SECURITIES

# 05 投资建议与相关标的

# 十五五开局景气分化，优选军工主赛道、两机、新质战斗力等方向

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 我们认为：2026年是十五五开局之年，行业景气分化中结构性亮点明确，全球军备竞赛与我国军工资产价值重估逻辑不变。建议关注军工主赛道、两机、新质战斗力及AI等投资主线及核心标的。
  - 军工主赛道：洪都航空、中航成飞、中航西飞、中航沈飞、国睿科技、航天南湖等。
  - 两机：航发科技、航发动力、中国动力、万泽股份、航材股份、航宇科技、图南股份、隆达股份、中航重机等。
  - 新质战斗力：1）无人&反无：中无人机、航天彩虹、锐科激光、六九一二等；2）低成本弹：北方导航、国科军工等；3）智能化：复旦微电、紫光国微等。
  - AI相关：航天电器、新雷能、菲利华、华丰科技、中航光电等。

资料来源：Wind，国金证券研究所

# 投资建议与重点个股推荐

表28：重点公司盈利预测与估值

| 板块 | 代码 | 收盘价 | | EPS（元） | | | | PE | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 军工主赛道 | 600316 | 32.16 | 洪都航空 | 0.06 | 0.22 | 0.42 | 0.72 | 536.0 | 146.2 | 76.6 | 44.7 |
| | 302132 | 62.88 | 中航成飞 | 1.28 | 1.40 | 1.57 | 1.77 | 49.1 | 44.9 | 40.1 | 35.5 |
| | 000768 | 22.04 | 中航西飞 | 0.41 | 0.45 | 0.51 | 0.60 | 53.8 | 49.0 | 43.2 | 36.7 |
| | 600760 | 47.65 | 中航沈飞 | 1.26 | 1.21 | 1.41 | 1.68 | 37.8 | 39.4 | 33.8 | 28.4 |
| | 600562 | 26.97 | 国睿科技 | 0.51 | 0.59 | 0.74 | 0.96 | 52.9 | 45.7 | 36.4 | 28.1 |
| | 688552 | 28.04 | 航天南湖 | 0.09 | 0.20 | 0.43 | 0.61 | 311.6 | 140.2 | 65.2 | 46.0 |
| | 600391 | 37.02 | 航发科技 | 0.18 | 0.29 | 0.53 | 0.79 | 205.7 | 127.7 | 69.8 | 46.9 |
| | 600893 | 37.05 | 航发动力 | 0.24 | 0.23 | 0.30 | 0.37 | 154.4 | 161.1 | 123.5 | 100.1 |
| | 600482 | 29.79 | 中国动力 | 0.57 | 1.33 | 1.89 | 2.46 | 52.3 | 22.4 | 15.8 | 12.1 |
| | 000534 | 15.97 | 万泽股份 | 0.39 | 0.55 | 0.76 | 1.06 | 40.9 | 29.0 | 21.0 | 15.1 |
| 两机 | 688563 | 47.60 | 航材股份 | 1.19 | 1.20 | 1.39 | 1.63 | 40.1 | 39.7 | 34.3 | 29.3 |
| | 688239 | 40.00 | 航宇科技 | 0.97 | 1.57 | 2.18 | 2.85 | 41.2 | 25.5 | 18.3 | 14.0 |
| | 300855 | 28.55 | 图南股份 | 0.39 | 1.13 | 1.45 | 1.80 | 73.2 | 25.3 | 19.7 | 15.9 |
| | 688231 | 19.02 | 隆达股份 | 0.23 | 0.57 | 0.90 | 1.29 | 82.7 | 33.4 | 21.1 | 14.7 |
| | 600765 | 11.67 | 中航重机 | 0.39 | 0.45 | 0.54 | 0.66 | 29.9 | 25.9 | 21.6 | 17.7 |
| | 688070 | 28.36 | 纵横股份 | 0.12 | 0.57 | 0.98 | 1.31 | 236.3 | 49.8 | 28.9 | 21.6 |
| | 300747 | 37.31 | 锐科激光 | 0.29 | 0.54 | 0.76 | 0.99 | 128.7 | 69.1 | 49.1 | 37.7 |
| | 301592 | 107.58 | 六九一二 | 0.76 | 0.86 | 1.20 | 1.62 | 141.6 | 125.1 | 89.7 | 66.4 |
| 新质战斗力 | 600435 | 11.03 | 北方导航 | 0.08 | 0.10 | 0.14 | 0.18 | 137.9 | 110.3 | 78.8 | 61.3 |
| | 688543 | 42.35 | 国科军工 | 0.98 | 1.05 | 1.43 | 1.85 | 43.2 | 40.3 | 29.6 | 22.9 |
| | 688385 | 45.76 | 复旦微电 | 0.28 | 1.32 | 1.53 | 2.04 | 163.4 | 34.7 | 29.9 | 22.4 |
| | 002049 | 47.39 | 紫光国微 | 1.71 | 2.16 | 2.68 | 3.22 | 27.7 | 21.9 | 17.7 | 14.7 |
| | 688709 | 19.45 | 成都华微 | 0.24 | 0.39 | 0.52 | 0.66 | 81.0 | 49.9 | 37.4 | 29.5 |
| | 002025 | 47.58 | 航天电器 | 0.4 | 0.82 | 1.26 | 1.48 | 118.9 | 58.0 | 37.8 | 32.1 |
| | 300593 | 20.19 | 新雷能 | -0.36 | 0.12 | 0.61 | 1.03 | -56.1 | 168.3 | 33.1 | 19.6 |
| AI相关 | 300395 | 62.86 | 菲利华 | 0.85 | 1.54 | 2.33 | 2.95 | 74.0 | 40.8 | 27.0 | 21.3 |
| | 688629 | 63.28 | 华丰科技 | 0.77 | 1.52 | 2.82 | 4.35 | 82.2 | 41.6 | 22.4 | 14.5 |
| | 002179 | 33.14 | 中航光电 | 1.02 | 1.19 | 1.41 | 1.65 | 32.5 | 27.8 | 23.5 | 20.1 |

资料来源：wind，国金证券研究所（注：收盘价为2026年10月30日收盘价；PE、EPS取wind一致预期）

国金证券
SINOLINK SECURITIES

# 06 风险提示

# 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。

# 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的公开资料或实地调研资料，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，故本报告所载观点可能与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。