

“业绩底”筑基，上游环节和兵器板块实现增长

2025 年 09 月 04 日

核心观点

1H25，民生军工成分（不含舰船）营业总收入同比增长 7.5%；归母净利润同比下滑 19.8%。其中，2Q25 营业总收入同比增长 17.1%/环比增长 59.2%；归母净利润同比下滑 9.5%/环比增长 91.2%。**我们观点如下：**1) 2023~2024 年行业需求不振导致业绩承压；2025 年以来需求好转，1H25 营收同比已经开始增长。2) 降价、减值等是影响利润的核心因素，因此 1H25 行业营收端和利润端出现“非线性”变化，而这种情况将对业绩预测带来很大不确定性。3) 2025 年是行业“业绩底”，收入端率先体现。4) 产业链不同环节交付顺序、确收周期等有差异，因此 1H25 上游营收同比增长，但中游营收仍同比下滑。

趋势分析

2Q25 业绩环比改善幅度好于 2Q24 同期；盈利能力持续承压。1) **收入端：**2025 年以来行业需求恢复，在 1H25 的营收端已有所体现，预计全年营收端将保持增长。2) **利润端：**3Q23~2Q25，行业归母净利润连续 8 个季度同比下滑，其中，1Q25~2Q25 两个季度环比好转。利润端和营收端的变化是“非线性”的，主要系降价、减值等影响利润所致。3) **盈利能力：**1H25，行业毛利率同比减少 2.0ppt 至 21.7%；净利率同比减少 2.0ppt 至 6.2%。盈利能力连续 4 个半年同比下滑。因此我们要额外注意具体公司的产业链地位和产品定价能力。

存货指示意义积极；应收反映回款压力。1) **存货：**截至 2025.6.30，行业存货 2749 亿元，占总收入 124%，存货的指示意义从负面向正面转变，反映出随订单恢复，企业推进备产备料工作。2) **应收：**截至 2025.6.30，行业应收 33568 亿元，占总收入 160%，反映出企业仍面临较大的回款压力。3) **减值：**1H25，行业减值损失 36 亿元，应收、存货增长较快系企业计提减值的主要原因，也是影响净利润的核心因素。4) **现金流：**1H25，行业经营活动净现金流-391 亿元，同比虽然好转，但产业链各环节仍面临不同程度的回款压力。

兵器板块增速强劲；上游业绩率先恢复。1) **分板块：**1H25，兵器、舰船营收同比增长 36%、20%；舰船、兵器归母净利润同比增长 106%、75%。兵器板块前期受损严重，2025 年以来恢复强劲。2) **分环节：**1H25，上游营收同比增长 6%；归母净利润同比下滑 19%；中游营收、归母净利润分别同比下滑 2%、31%。利润端表现弱于营收端主要系降价、减值等影响所致。1H25 上游表现优于中游，主要系其产品产业链中率先交付确收，业绩端先于其他环节有较好体现。预计 3Q25 开始，订单将较好地反映在中下游环节的营收端。

建议关注

2025~2027 年军工有望进入新一轮上升周期。2025 年将是产业拐点，“业绩底”基本确立。在 9.3 阅兵落地和前期涨幅较大的影响下，板块短期或面临波动和调整，但我们持续坚定看好板块。**建议关注：新一代传统装备：**1) **航空链：**中航沈飞、中航成飞、中航西飞、中直股份、国睿科技、中航高科、华秦科技；2) **制导链：**菲利华、新雷能、北方导航、国博电子、理工导航。**新型作战力量：**1) **无人智能：**光电股份、航天电子、智明达、广联航空、纵横股份；2) **网电攻防：**盟升电子、北方导航、航天南湖；3) **高超声速：**菲利华、盟升电子、航天电器等。**新质生产力：**1) **商业航天：**陕西华达、铖昌科技、臻镭科技等；2) **“两机”：**航亚科技、万泽股份、航宇科技、派克新材、西部超导等；3) **可控核能：**国光电气、旭光电子、斯瑞新材等。4) **AI 算力：**菲利华、新雷能、长盈通。

风险提示：产品交付不确定性、产品价格下降、行业政策发生变化等。

推荐

维持评级



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@glms.com.cn

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@glms.com.cn

相关研究

1. 军工行业 2024 年年报及 2025 年一季报业绩回顾：收入和利润“非线性”变化；行业“业绩底”基本确立-2025/05/08
2. 军工行业 2024 年三季报业绩回顾：“业绩底”正在形成；珠海航展催化行情-2024/11/06
3. 军工行业 2024 年半年报业绩回顾：2Q24 业绩环比明显改善；需求复苏信号逐渐增强-2024/09/02
4. 军工行业 2023 年年报及 2024 年一季报业绩回顾：底部夯实；反转可期-2024/05/07
5. 军工行业 2023 年三季报业绩回顾：3Q23 板块业绩平淡；中下游将持续受益产业价值重构-2023/11/05

目录

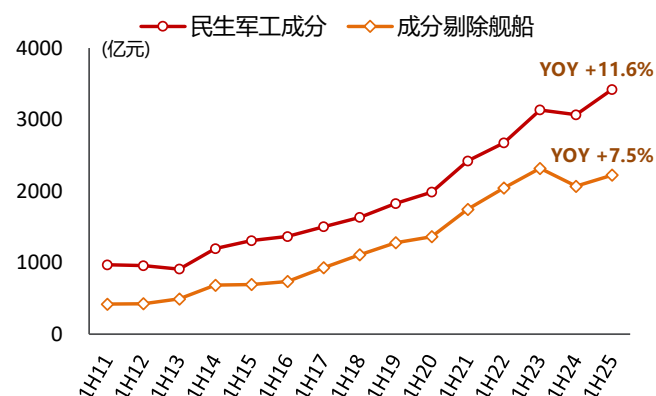
1 1H25 军工营收同比+7.5%；利润同比-19.8%	3
2 1H25 军工子板块及产业链环节业绩回顾	7
2.1 子板块：1H25 兵器及舰船业绩增速居前	7
2.2 产业链：1H25 各环节归母净利润均同比下滑	11
3 2Q25 军工营收同比+17.1%；利润同比-9.5%	13
4 三年维度：总装环节业绩复合增速最高	15
5 风险提示	16
插图目录	17

1 H25 军工营收同比+7.5%；利润同比-19.8%

国防军工行业公司 2025 年半年报已披露完毕,我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析。由于舰船板块中含有较多民船资产,业绩波动较大,故我们从包含舰船板块及不包含舰船板块两个角度进行分析。

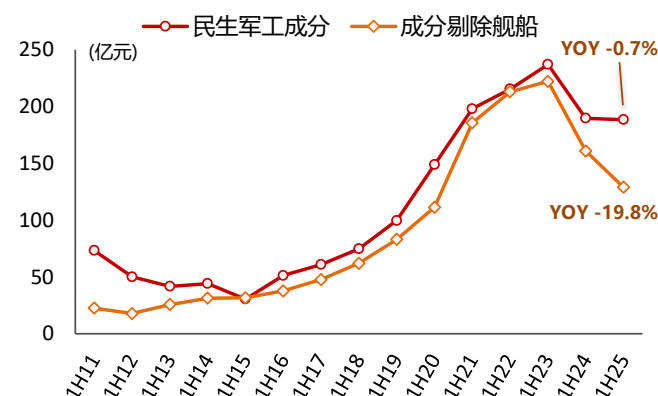
1H25 行业营业总收入恢复增长；但归母净利润仍下滑。1H25,民生军工成分(不含舰船)实现营业总收入 2225 亿元, YOY +7.5%; 归母净利润 129 亿元, YOY -19.8%。若包含舰船板块,则实现营业总收入 3423 亿元, YOY +11.6%; 归母净利润 188 亿元, YOY -0.7%。2024 年,需求端不振,行业营收同比下滑 5%;且在减值等影响下,归母净利润同比下滑幅度更大 (-48%);1H25,需求有所恢复带动营收同比实现增长;但受多种因素影响,归母净利润继续同比下滑。

图1: 行业营业总收入同比增速 (含/不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

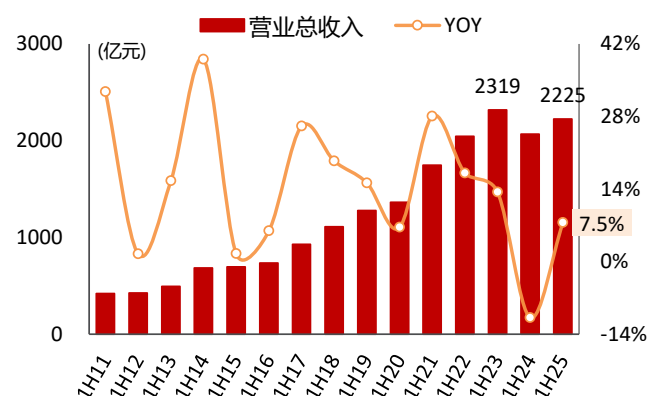
图2: 行业归母净利润同比增速 (含/不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

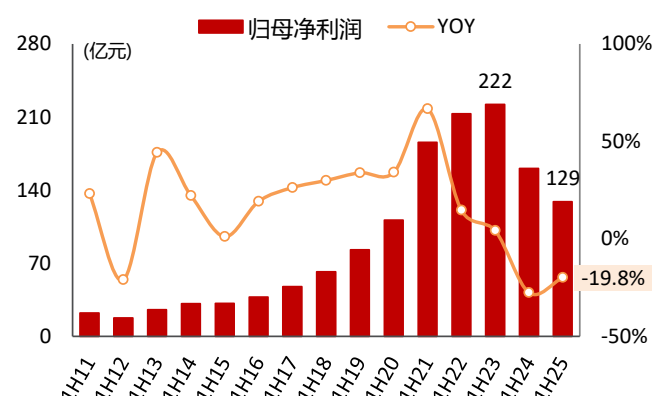
需求恢复在 1H25 业绩端已有所体现,但利润端相比高峰时下滑超 40%。行业在“十四五”(2021~2025 年)期间,营收及归母净利润较“十三五”均迈上新台阶。自 2023 年开始的需求端调整影响业绩,1H24 行业营收及利润均同比下滑。1H25,行业营业总收入已经有所恢复,2225 亿的收入相比高峰 2319 亿相差不多。但同时,归母净利润情况仍不乐观,从下文利润率数据中将分析具体原因。

图3: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

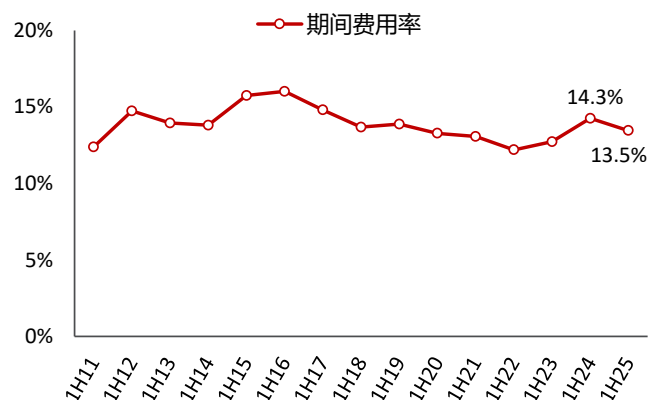
图4: 行业归母净利润及同比增速 (不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

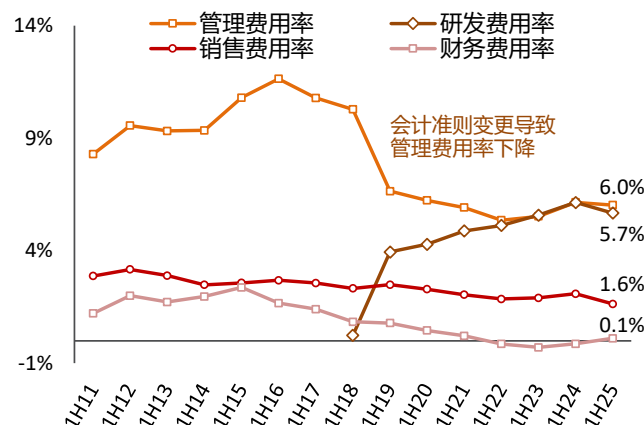
1H25 期间费用率同比减少；行业强化费用管控。1H25，行业期间费用同比增加 1.5%至 299 亿元，但营收增长幅度更大，因此期间费用率同比减少 0.8ppt 至 13.5%。具体看：**1) 管理费用率**同比减少 0.1ppt 至 6.0%；**2) 研发费用率**同比减少 0.5ppt 至 5.7%，研发费用同比减少 0.7%至 126 亿元；**3) 销售费用率**同比减少 0.5ppt 至 1.6%；**4) 财务费用率**同比增加 0.2ppt 至 0.1%。1H25，行业强化费用管控，力促降本增效，筑牢经营根基。

图5：1H25 期间费用率同比减少 0.8ppt 至 13.5%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图6：1H25 管理/销售/研发费用率均同比减少

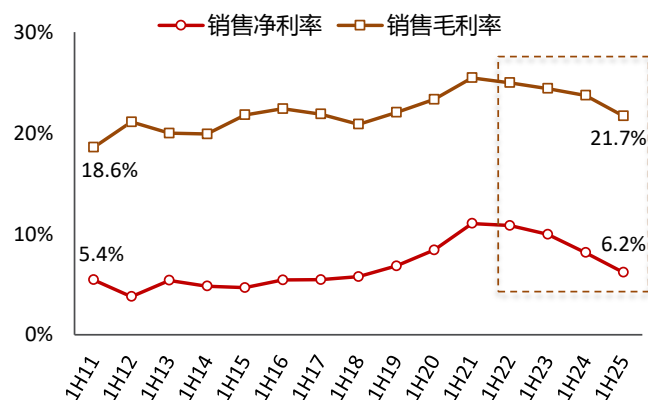


资料来源：wind，民生证券研究院 注：2018年及之后的研发费用单独披露，因此出现管理费用率骤降的现象；整体法，不含舰船

盈利能力自 1H22 开始持续下降；总资产周转率同比减少。1) 盈利能力：

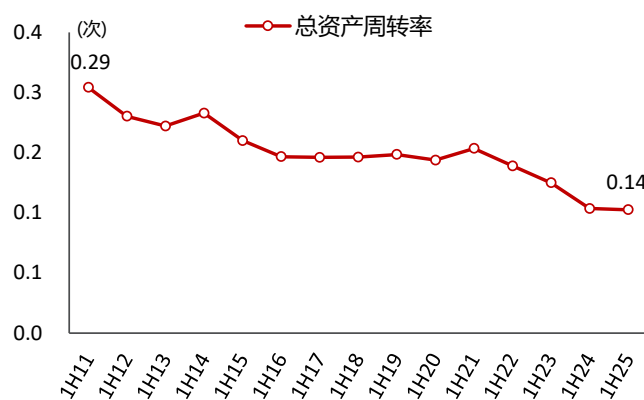
1H25，行业销售毛利率同比减少 2.0ppt 至 21.7%；销售净利率同比减少 2.0ppt 至 6.2%。自 2020~2023 年的行业大规模扩产后，企业生产经营及折旧等增加对盈利能力带来影响。同时，毛利率还受到产品结构变化和产品价格下降等因素影响，净利率则受到毛利率下滑、减值损失增加等影响，两项数据均自 1H22 开始连续 4 年下滑，在某种程度上出现了增收不增利的现象。**2) 总资产周转率：**行业总资产周转率总体呈下降趋势，或与行业应收、存货规模持续增加有关。

图7：1H22~1H25，行业毛利率及净利率持续下滑



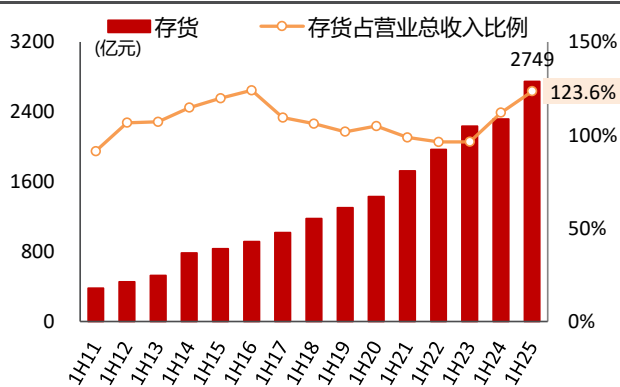
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图8：1H11~1H25，行业总资产周转率呈下降趋势

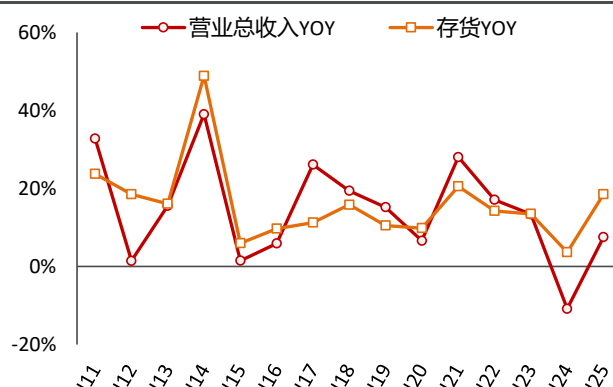


资料来源：wind，民生证券研究院 注：不含舰船

存货持续增长但已转变为积极信号，反映出企业为订单恢复做的备产工作。截至 2025 年 6 月 30 日，行业存货规模较 2024 年 6 月 30 日增长 18.5%至 2749 亿元，存货占总收入比为 123.6%，占比同比增加 11.5ppt。从趋势上看，存货规模的同比增速及营业总收入同比增速总体较为一致。我们认为，1H24 存货增速 (YOY +3.7%) 高于营收增速 (YOY -10.8%)，或反映出企业库存积压的问题；但 1H25 存货增速 (YOY +18.5%) 高于营收增速 (YOY +7.5%)，则反映出企业随订单恢复，推进备产备料工作。存货的指示意义变得正向。此外，存货增长较多，企业或面临资产减值风险，但考虑到行业特殊性，减值通常在后续会予以冲回。

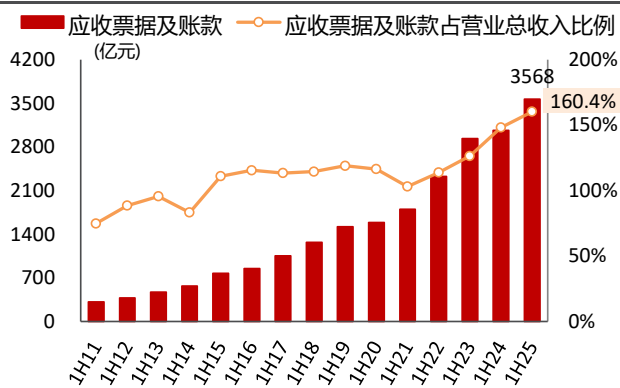
图9：行业存货余额及占营业总收入比例


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

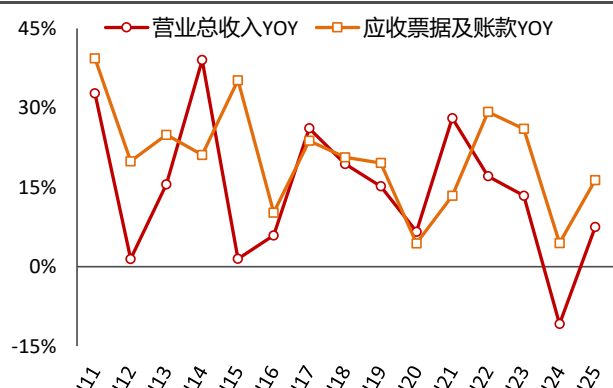
图10：行业存货及营业总收入同比增速对比


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

应收增长较快，或反映出企业当前仍面临回款压力。截至 2025 年 6 月 30 日，行业应收票据及账款规模较 2024 年 6 月 30 日增长 16.4%至 3568 亿元，应收票据及账款占总收入比为 160.4%，占比同比增加 12.2ppt。从趋势上看，应收规模的同比增速及营业总收入同比增速总体较为一致。具体看，1H22~1H25，应收同比增速较营业总收入同比增速更高，或反映出行业回款并未出现好转。我们认为，企业当前仍面临较大的回款压力。此外，应收增长较快，企业或面临信用减值风险，但考虑到行业特殊性，减值通常在后续会予以冲回。

图11：行业应收余额及占营业总收入比例


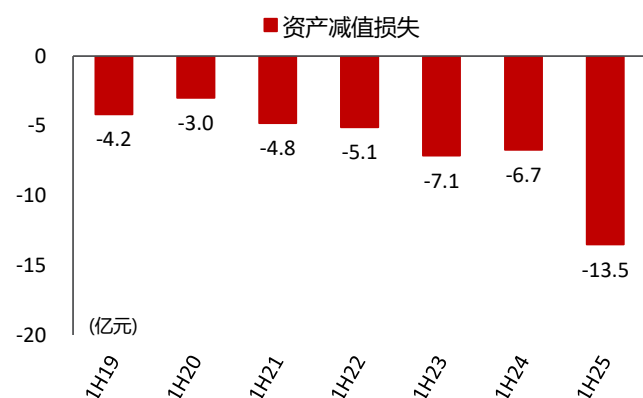
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图12：行业应收及营业总收入同比增速对比


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

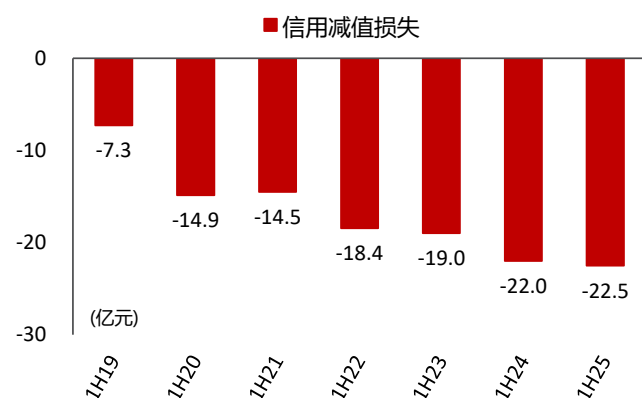
1H25 行业减值损失影响利润。1H25，行业资产减值损失合计 13.5 亿元，信用减值损失合计 22.5 亿元，两项计入利润表，直接影响行业归母净利润，系归母净利润同比下滑的原因之一。

图13：行业资产减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

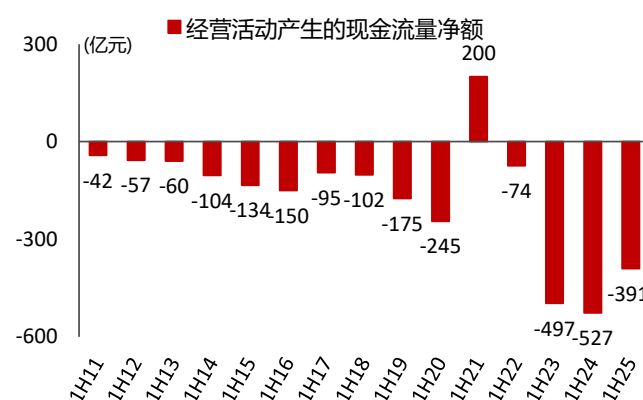
图14：行业信用减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院 注：信用减值损失自 2019 年开始计入利润表；整体法，不含舰船

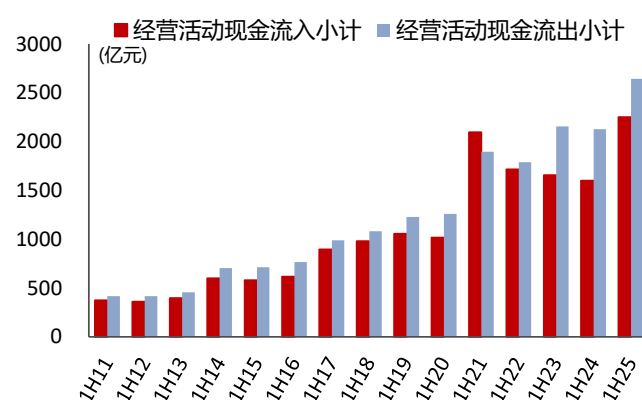
1H25 经营活动净现金流同比好转。1H25，行业经营活动产生的现金流净额为-391 亿元，同比增加 136 亿元，具体看，经营活动现金流入小计同比增加 652 亿元至 2252 亿元；经营活动现金流出小计同比增加 516 亿元至 2643 亿元。虽然经营活动净现金流同比好转，但行业产业链各环节仍面临不同程度的回款压力。

图15：行业经营活动产生的现金流量净额



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图16：行业经营活动现金流入及流出小计



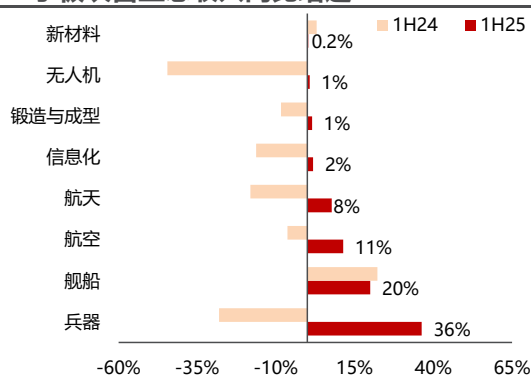
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

2 1H25 军工子板块及产业链环节业绩回顾

2.1 子板块：1H25 兵器及舰船业绩增速居前

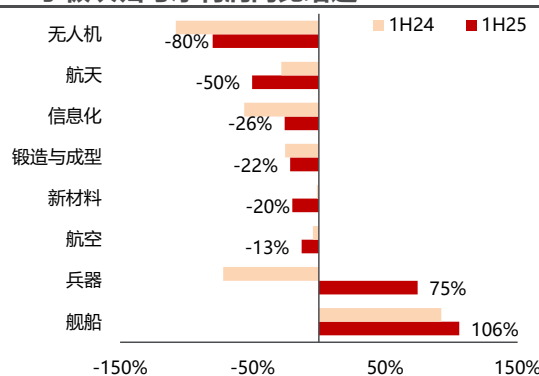
1H25 兵器及舰船板块业绩增速居前。1) **收入端**：1H25，兵器板块实现营业总收入 112 亿元，YOY +36.3%，增速排名第一，主要系北方导航 (+481%)、长城军工 (+30%)、光电股份 (+20%)、内蒙一机 (+20%)、中兵红箭 (+17%) 等同比增长所驱动。2) **利润端**：1H25，舰船板块实现归母净利润 59 亿元，YOY +106.0%，增速排名第一，主要系中船防务 (+258%)、中国重工 (+228%)、中国船舶 (+109%) 等同比增长所驱动。此外，兵器板块归母净利润同比增长 74.5% 至 3.5 亿元，主要系光电股份 (+93%)、北方导航 (扭亏) 等同比增长所驱动。

图17：子板块营业总收入同比增速：1H25 VS 1H24



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

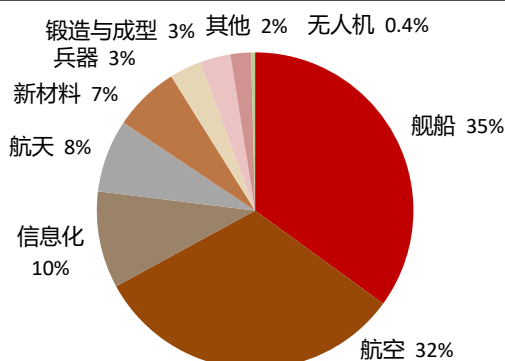
图18：子板块归母净利润同比增速：1H25 VS 1H24



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

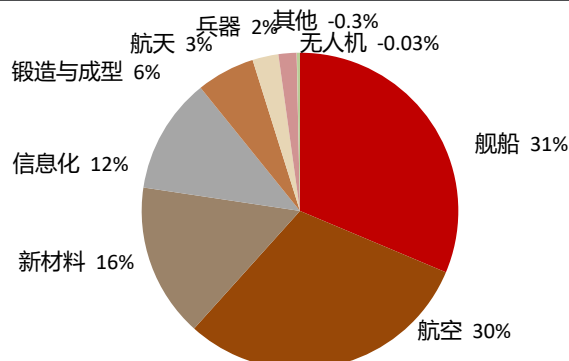
1H25 舰船、兵器板块净利率提升。1H25，1) **子板块营业总收入/归母净利润结构**：舰船占比分别为 35%/31%；航空占比分别为 32%/30%；信息化占比分别为 10%/12%；航天占比分别为 8%/3%；新材料占比分别为 7%/16%；兵器占比分别为 3%/2%；锻造与成型占比分别为 3%/6%。2) **子板块净利率**：舰船 (+2.1ppt)、兵器 (+1.4ppt)、无人机 (+0.8ppt)、信息化 (+0.1ppt) 板块净利率同比增加；其余板块均出现不同程度同比下滑，但新材料板块仍保持着高于其他板块的净利率水平，达到 20.1%。

图19：1H25 子板块营业总收入结构



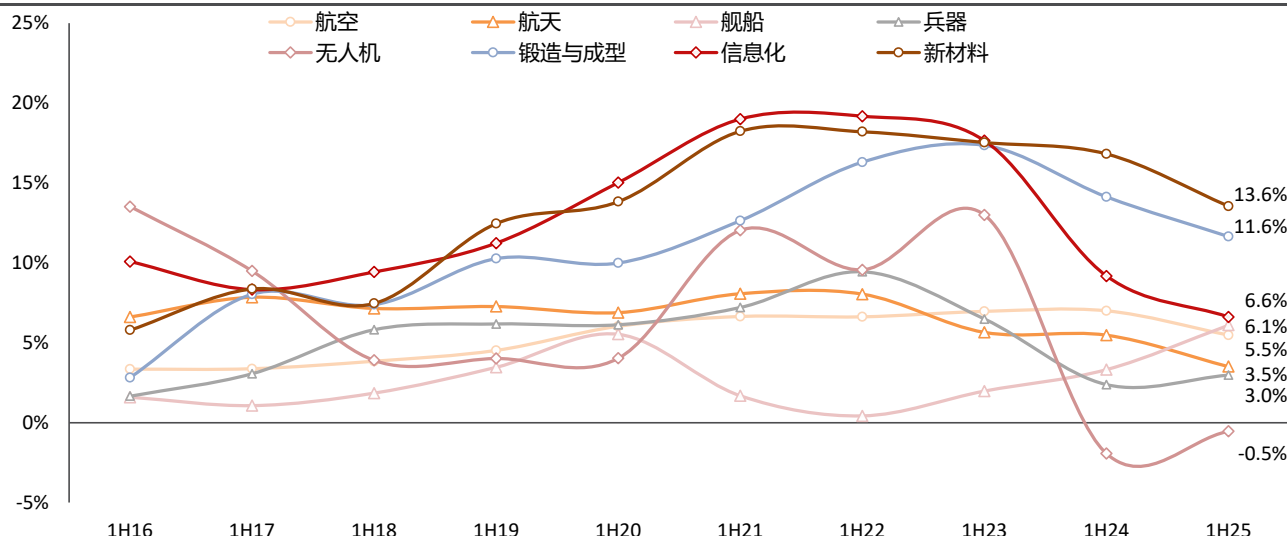
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图20：1H25 子板块归母净利润结构



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

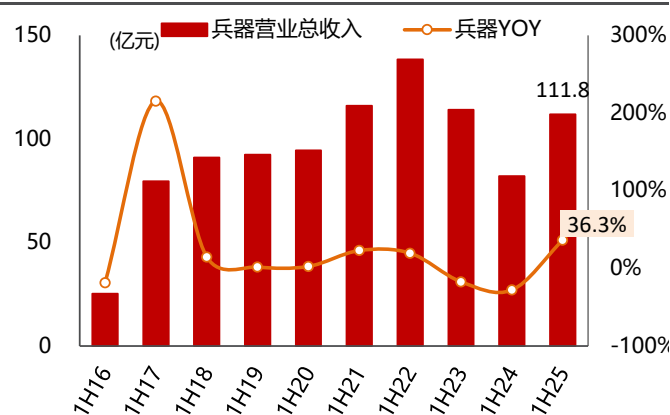
图21：1H25，舰船、无人机、兵器板块净利率同比提升



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

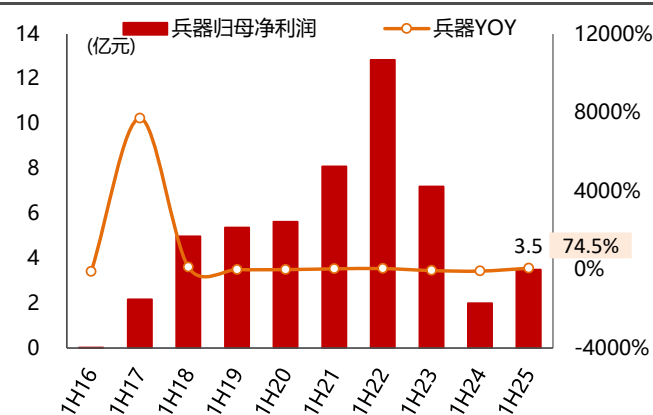
1H25 兵器板块业绩增速较高。1H25，兵器板块实现营业总收入 111.8 亿元，YOY +36.3%；归母净利润 3.5 亿元，YOY +74.5%。1H23~1H24，兵器业绩连续两年下滑，且幅度逐渐加大，主要系订单不足、降价等因素影响所致；但 1H25 实现强势恢复性增长。**1H25，兵器重点个股归母净利润同比增速：**光电股份 (+93%)、北方导航 (扭亏，1H24 归母净利润为-0.7 亿元，1H25 为 1.2 亿元)。

图22：兵器板块营业总收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

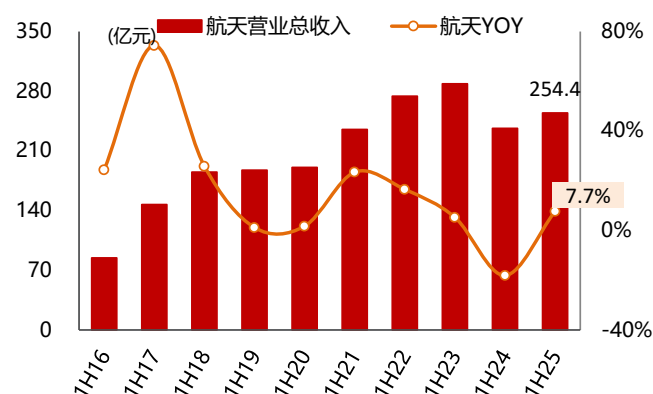
图23：兵器板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

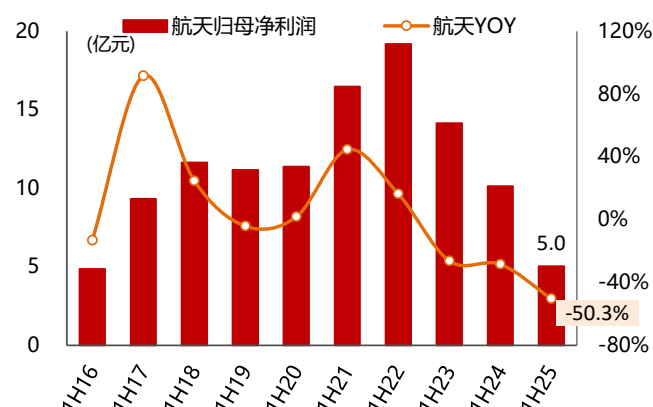
1H25 航天板块归母净利润同比下滑 50%。1H25，航天板块实现营业总收入 254.4 亿元，YOY +7.7%，在需求恢复的驱动下，营收端实现恢复式增长。实现归母净利润 5.0 亿元，YOY -50.3%，1H23~1H25，归母净利润连续三年下滑，且幅度逐渐加大，主要系降价等因素影响所致。**1H25，航天重点个股归母净利润同比增速：**长盈通 (+92%)、国科军工 (-3%)、航天电子 (-30%)、航天电器 (-77%)。

图24：航天板块营业总收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

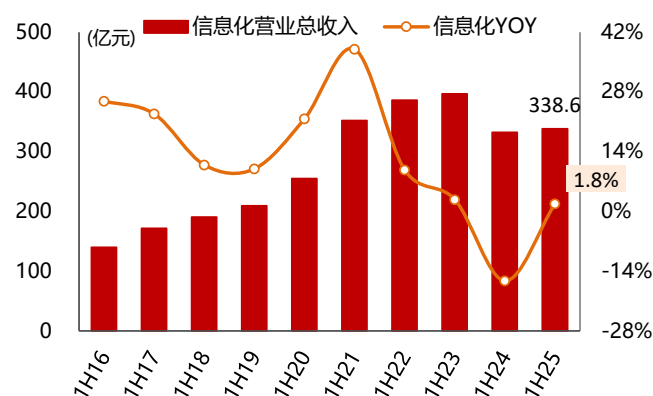
图25：航天板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

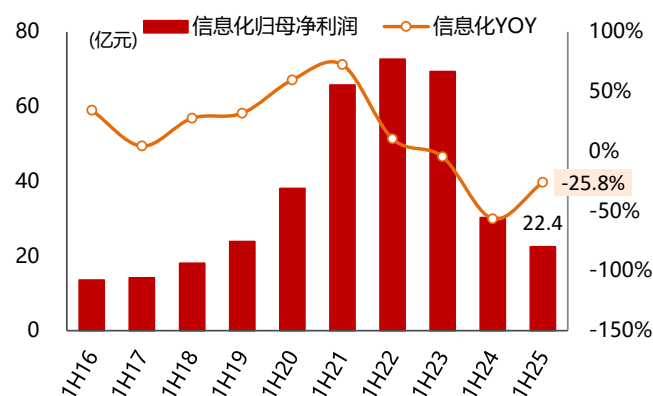
1H25 信息化板块归母净利润同比下滑 26%。1H25，信息化板块实现营业收入 338.6 亿元，YOY +1.8%，在需求恢复的驱动下，营收端实现恢复式增长。实现归母净利润 22.4 亿元，YOY -25.8%，1H23~1H25，归母净利润持续同比下滑，但 1H25 幅度已有所收窄。与其他子板块的稳健表现相比，信息化板块呈现出波动较大的特点，或与其产品迭代速度较快、价格压力较大和减值问题较多等因素有关。**1H25，信息化重点个股归母净利润同比增速：**航天南湖（扭亏）、智明达（+2148%）、臻镭科技（+1007%）、高德红外（+907%）、火炬电子（+59%）、睿创微纳（+56%）、鸿远电子（+53%）、新雷能（+40%，续亏）、宏达电子（+12%）、国睿科技（+1%）、高华科技（+1%）、紫光国微（-6%）、盟升电子（-14%，续亏）、国博电子（-18%）、振华科技（-26%）、振华风光（-73%）、陕西华达（转亏）。

图26：信息化板块营业总收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

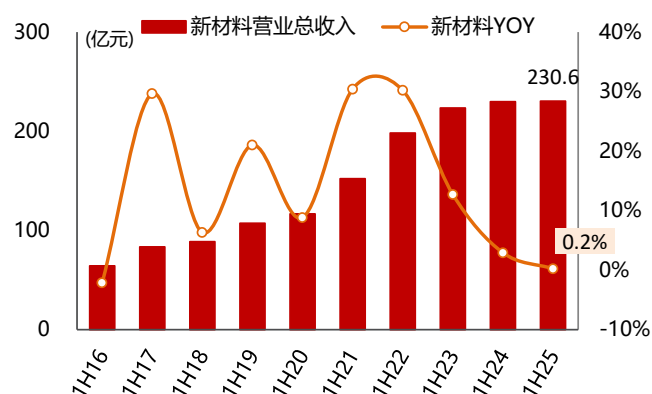
图27：信息化板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

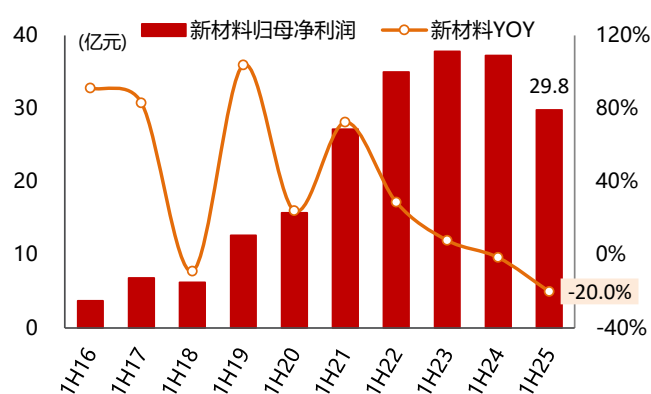
1H25 新材料板块归母净利润同比下滑 20%。1H25, 新材料板块实现营业收入 230.6 亿元, YOY +0.2%, 1H17 以来营收端连续 9 年保持同比增长, 但增速自 1H22 开始连续下降。实现归母净利润 29.8 亿元, YOY -20.0%, 连续两年下滑。**1H25 新材料重点个股归母净利润同比增速:** 中简科技 (+99%)、西部超导 (+57%)、菲利华 (+29%)、万泽股份 (+22%)、隆达股份 (+16%)、光启技术 (+7%)、中航高科 (+0.2%)、航材股份 (-10%)、光威复材 (-27%)、华秦科技 (-32%)、西部材料 (-36%)、宝钛股份 (-49%)、图南股份 (-51%)、钢研高纳 (-65%)、抚顺特钢 (转亏)。

图28: 新材料板块营业总收入及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

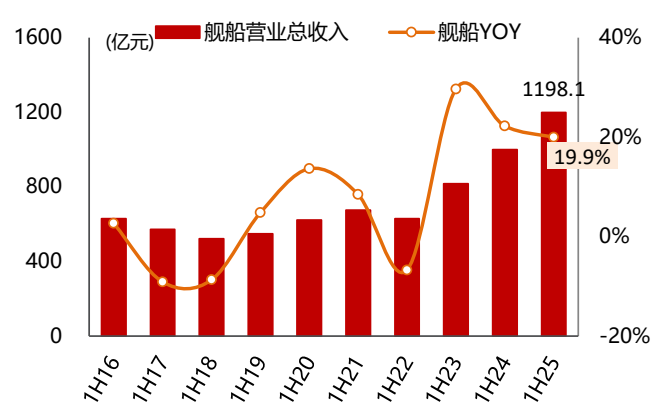
图29: 新材料板块归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

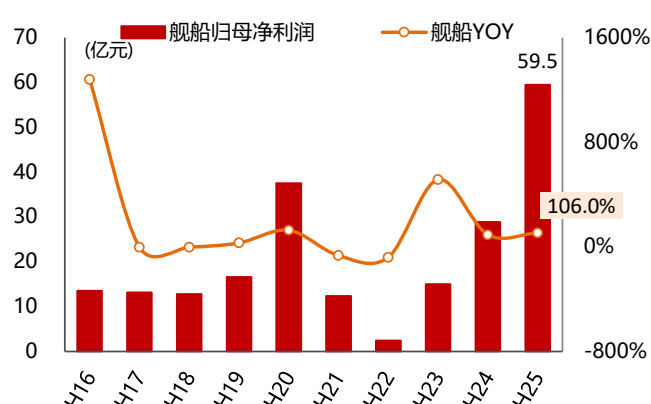
1H25 舰船板块归母净利润同比增长 106.0%。1H25, 舰船板块实现营业收入 1198.1 亿元, YOY +19.9%; 归母净利润 59.5 亿元, YOY +106.0%。历史上, 船舶行业具有较强的周期性, 归母净利润规模波动较大, 且其周期较长, 但自 1H23 开始, 舰船板块业绩保持较快增速。**1H25 舰船重点个股归母净利润同比增速:** 中船防务 (+258%)、中国重工 (+228%)、中国船舶 (+109%)。

图30: 舰船板块营业总收入及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

图31: 舰船板块归母净利润及同比增速

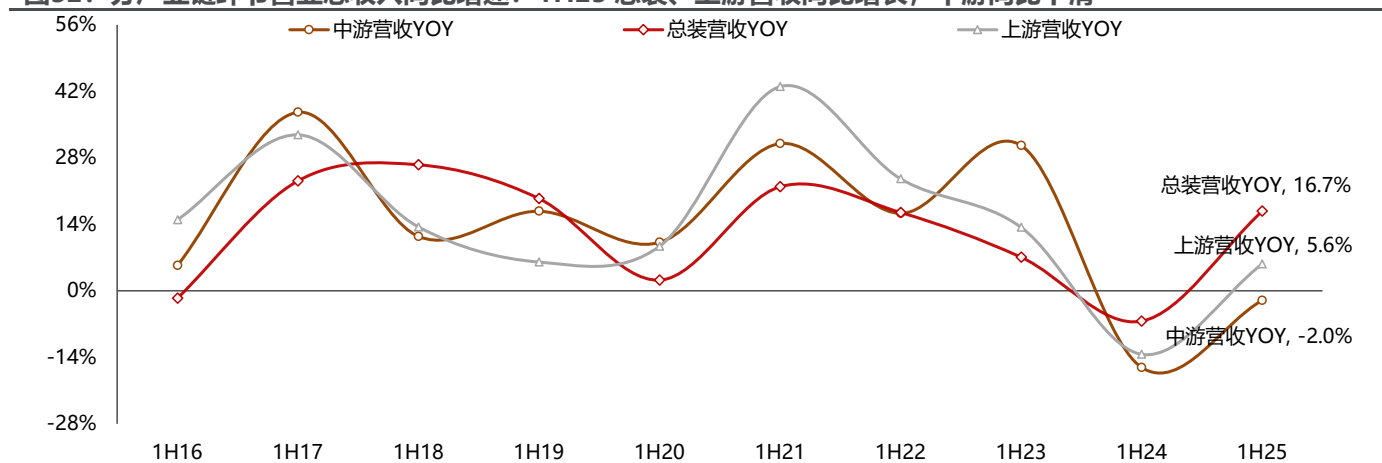


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

2.2 产业链：1H25 各环节归母净利润均同比下滑

收入端：1H25 总装同比增速较快。我们分析 1H16~1H25 各产业链环节营业总收入的同比增速可知，各环节趋势基本一致。**1H25，1) 上游：**营收同比增长 5.6%，主要系上游环节交付确收周期普遍较短，2025 年以来新签订单在半年报中有一定体现。**2) 中游：**营收同比下滑 2.0%，但幅度较 1H24 已有所收窄，主要系受确收周期影响所致。**3) 总装：**营收同比增长 16.7%，主要系中航成飞报表端营收规模增长影响所致（1H24 营收 8.2 亿元；1H25 为 207.0 亿元）。

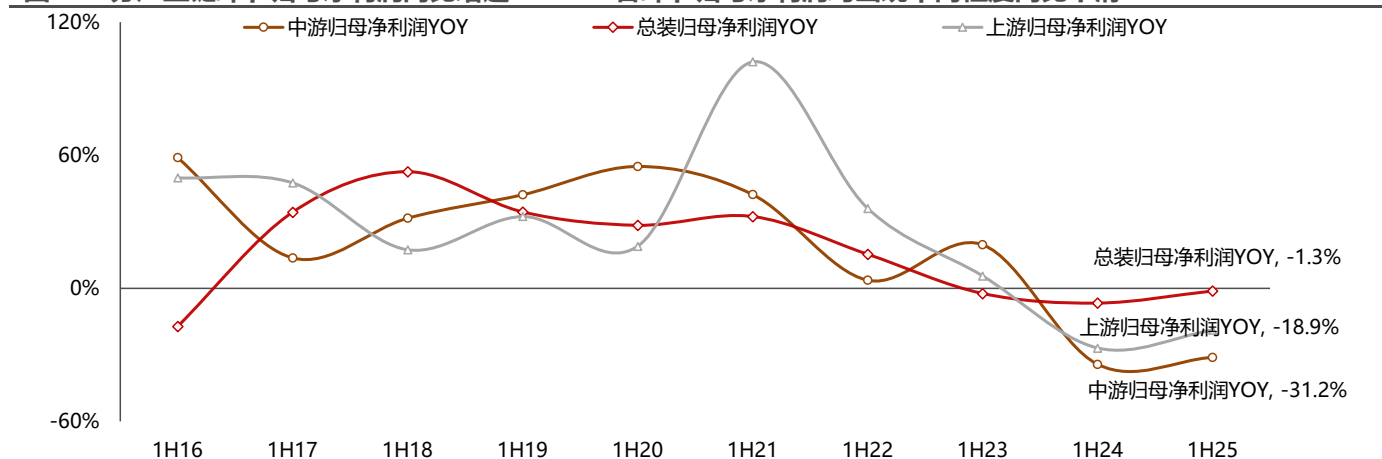
图32：分产业链环节营业总收入同比增速：1H25 总装、上游营收同比增长；中游同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

利润端：1H25 各环节均出现不同程度下滑。我们分析 1H16~1H25 各产业链环节归母净利润的同比增速发现，增速波动较大。1H25，总装、上游、中游归母净利润分别同比下滑 1.3%、18.9%、31.2%，但下滑幅度均同比有所收窄。利润端表现弱于营收端主要系降价、减值等影响所致，值得注意的是，中游较总装而言，受到价格追溯的影响更大，而这种影响对上游来说更多是结构化的，即部分产品不涉及审价。

图33：分产业链环节归母净利润同比增速：1H25 各环节归母净利润均出现不同程度同比下滑

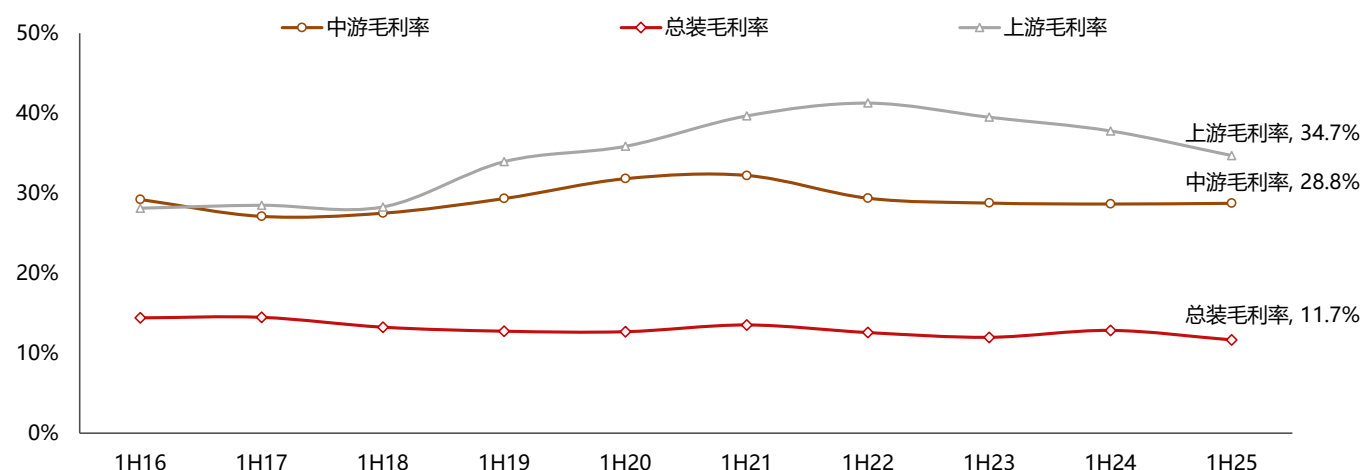


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

毛利率：1H25 中游同比提升。我们分析 1H16~1H25 各产业链环节毛利率：

1) 上游：1H22 之前，毛利率总体呈上升趋势且增加较快，1H22 达到 41.3%；但自 1H23 开始连续 3 年同比减少，产品价格下降或为主要影响因素。**2) 中游：**1H16~1H25，毛利率呈先升后降态势，1H22 同比下滑 2.8ppt 至 29.4%，主要系国产替代带来的上游采购成本增加所致，自此，毛利率总体较为稳定。**3) 总装：**毛利率在 11.7%~14.5% 波动，总体稳定，且 1H25 同比减少幅度也较小。

图34：分产业链环节毛利率：1H25 中游毛利率同比提升；上游、总装同比下滑

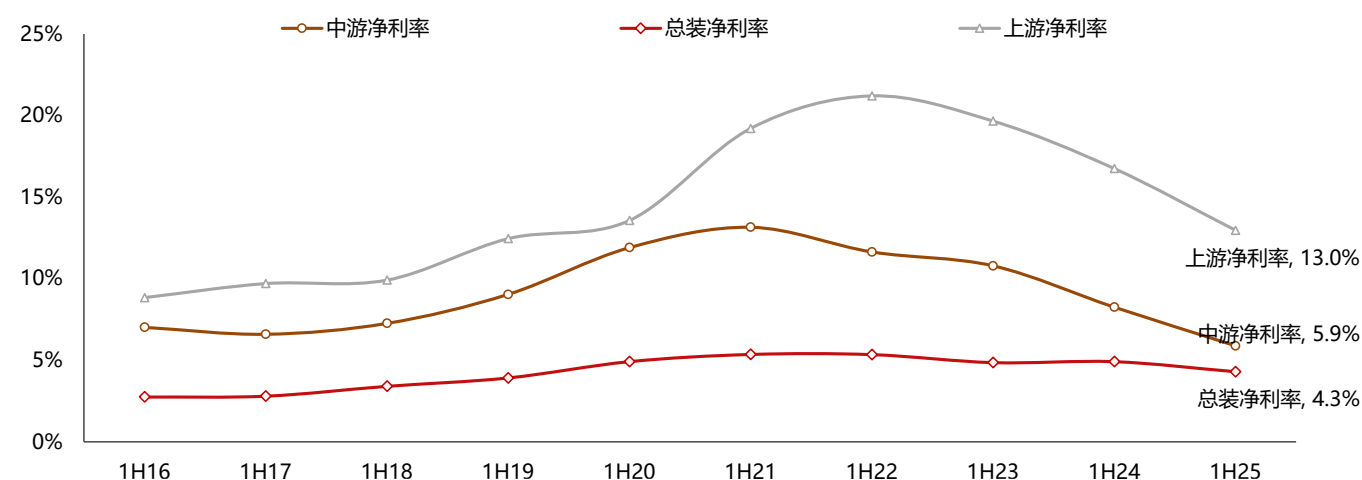


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

净利率：1H25 总装同比减少幅度最小。我们分析 1H16~1H25 各产业链环节净利率：

1) 上游：净利率高于其他环节，但自 1H23 开始呈快速下降趋势，1H25 同比减少 3.8ppt 至 13.0%。**2) 中游：**1H22 以来净利率连续 4 年同比减少且幅度也较大，1H25 同比减少 2.4ppt 至 5.9%。**3) 总装：**净利率较其他环节低但波动较小，1H25 同比减少 0.6ppt 至 4.3%。

图35：分产业链环节净利率：1H25 总装净利率同比减少 0.6ppt 至 4.3%，降幅较其他环节更小

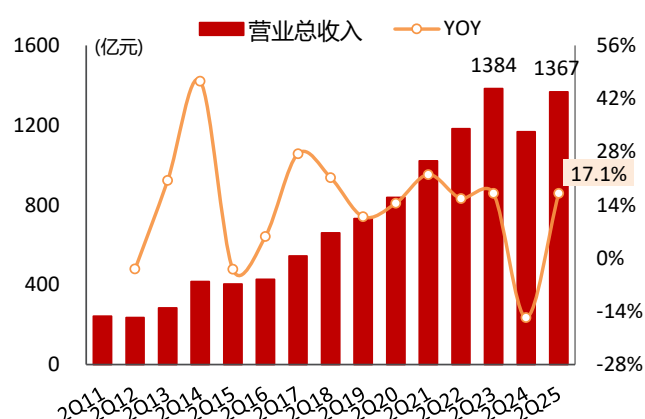


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

3 2Q25 军工营收同比+17.1%；利润同比-9.5%

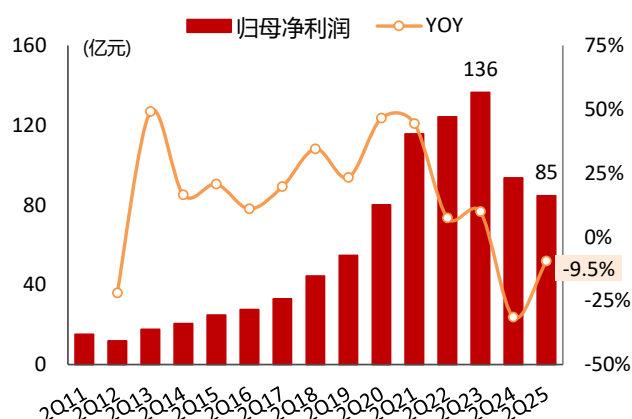
2Q25 行业营业总收入恢复增长；但归母净利润仍下滑。2Q25，民生军工成分（不含舰船）实现营业总收入 1367 亿元，YOY +17.1%；归母净利润 85 亿元，YOY -9.5%。若包含舰船板块，实现营业总收入 2091 亿元，YOY +20.3%；归母净利润 124 亿元，YOY +7.0%。纵向看，在“十四五”期间，行业二季度营业总收入及归母净利润规模较历史五年周期有明显增加，具体看，2Q24 受需求不振影响，营收同比下滑；2025 年以来需求恢复营收恢复增长，但归母净利润仍同比下滑（主要系降价、减值等影响所致），下滑幅度较 2Q24 收窄。

图36：二季度行业营业总收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

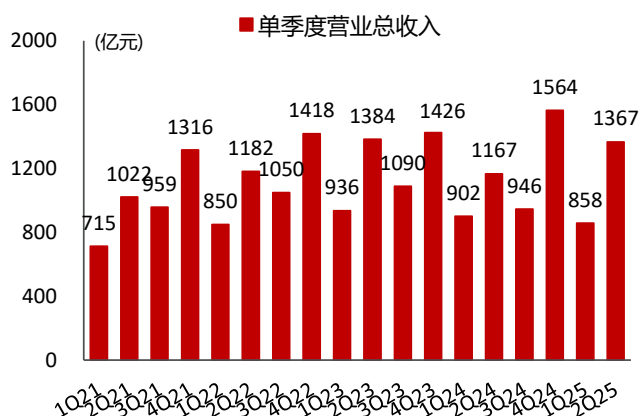
图37：二季度行业归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

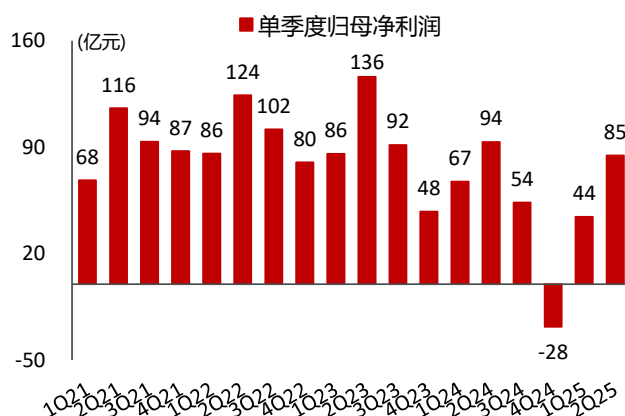
相比 25 年一季度，2Q25 行业数据环比明显好转。1) 收入端：2021~2024 年，行业二季度和四季度收入规模相较一季度和三季度更大。2Q25，营业总收入同比/环比分别增长 17.1%/59.2%。**2) 利润端：**4Q24，受到需求端调整及减值增加等影响，行业归母净利润为负；1Q25，行业归母净利润同比下滑 34.2%，环比扭亏；2Q25 同比滑 9.5%，环比增长 91.2%。

图38：行业单季度营业总收入：2Q25 同比、环比均增长，环比增幅接近 60%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

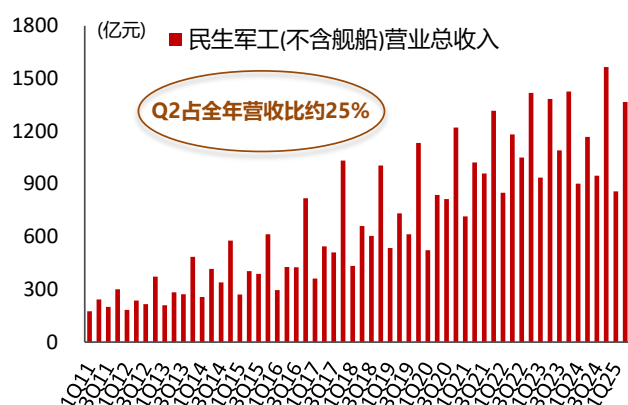
图39：行业单季度归母净利润：2Q25 同比下滑，环比接近翻倍增长



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

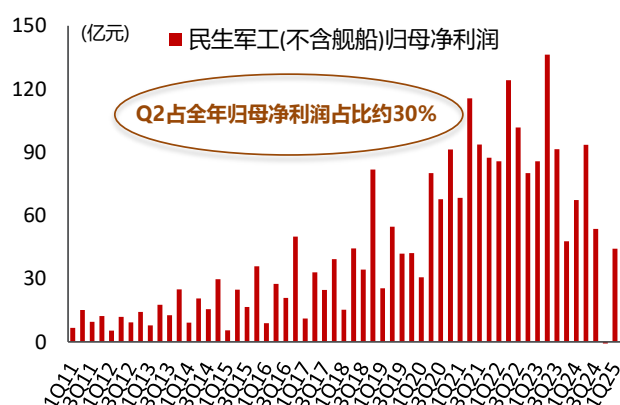
二季度营业总收入/归母净利润占全年 25%/30%。我们分析 2011~2024 年单季度数据发现，二季度营业总收入占全年比例为 25%；归母净利润占全年比例为 30%。从全年维度看，四个季度营业总收入占比分别为 17%、25%、22%、36%；归母净利润占比分别为 12%、30%、23%、35%。一般来看，行业二季度和四季度的营业总收入及归母净利润在全年四个季度中占比较高；一季度和三季度则占比相对较低。

图40：二季度占全年营业总收入比约为 25%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

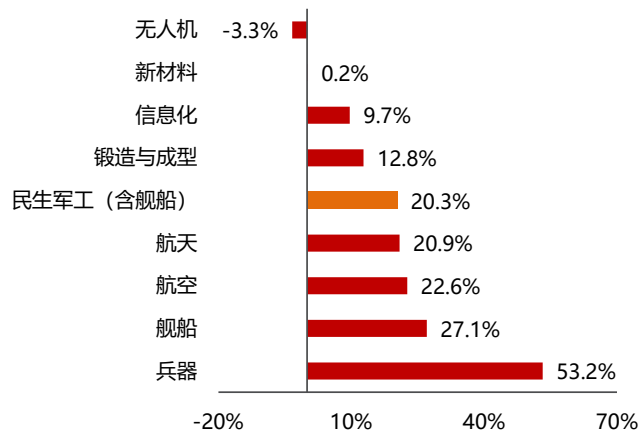
图41：二季度占全年归母净利润比约为 30%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

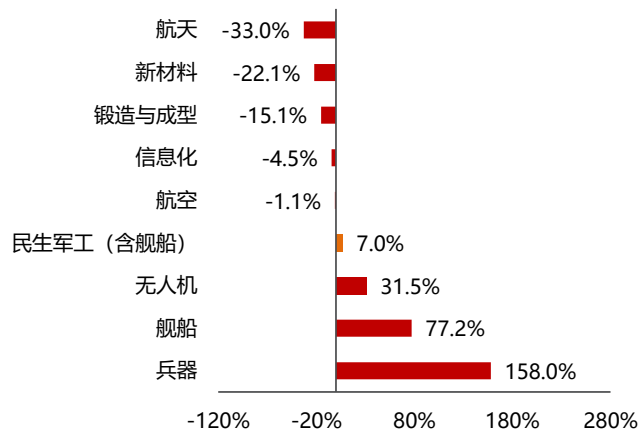
2Q25 兵器板块业绩增速较高。1) 收入端：2Q25，兵器、舰船、航空、航天、锻造与成型、信息化、新材料板块营业总收入同比分别增长 53.2%、27.1%、22.6%、20.9%、12.8%、9.7%、0.2%；仅无人机板块同比下滑。**2) 利润端：**2Q25，兵器、舰船、无人机板块归母净利润实现同比增长，其中，兵器同比增幅超过 100%；其余板块均出现不同程度的滑。环比角度，航天、兵器、无人机板块均扭亏；信息化、舰船、航空、锻造与成型、新材料板块归母净利润环比分别增长 209.1%、90.0%、71.2%、36.9%、7.7%。

图42：2Q25 子板块营业总收入同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图43：2Q25 子板块归母净利润同比增速



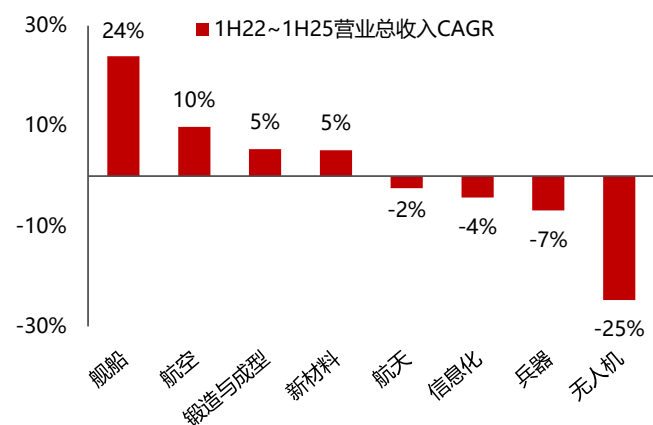
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

4 三年维度：总装环节业绩复合增速最高

子板块三年 GAGR：舰船板块营业总收入及归母净利润增速最高。1) 收入端：

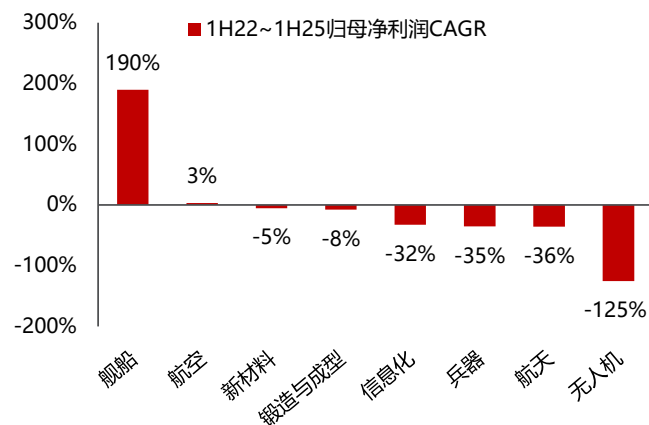
1H22~1H25，舰船、航空板块 CAGR 领先于其他板块，分别为 24%、10%；锻造与成型、新材料板块也实现了正增长，增速分别为 5%、5%；其余板块均出现不同程度的下滑。**2) 利润端：**1H22~1H25，舰船、航空板块实现复合正增长，CAGR 分别为 190%、3%；其余板块均出现不同程度的下滑，其中，无人机、航天、兵器板块 CAGR 分别为-125%、-36%、-35%，受到需求端波动、降价等影响较大。

图44：1H22~1H25 舰船、航空板块营业总收入 CAGR 较高



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图45：1H22~1H25 舰船、航空板块归母净利润实现复合正增长

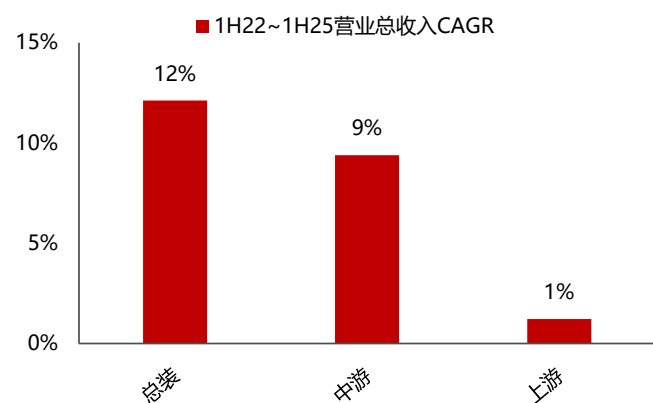


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

产业链三年 CAGR：总装环节业绩复合增速最高。1) 收入端：1H22~1H25，

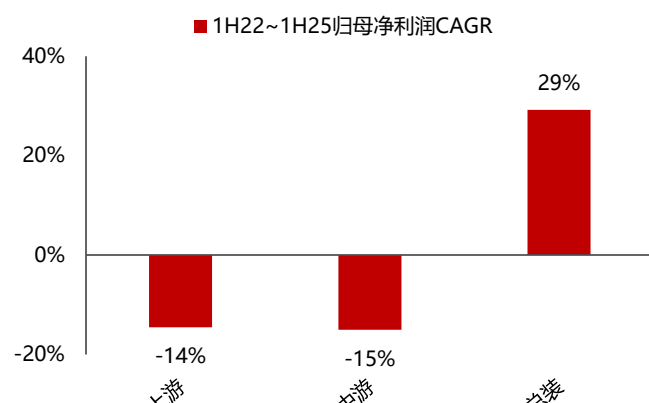
总装 CAGR 领先于其他环节，为 12%；中游、上游环节也实现了正增长，CAGR 分别为 9%、1%。**2) 利润端：**1H22~1H25，总装环节 CAGR 为 29%，实现复合正增长，中游、下游环节 CAGR 分别是-15%、-14%。

图46：1H22~1H25 总装营业总收入 CAGR 最高



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图47：1H22~1H25 总装实现归母净利润复合正增长



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

5 风险提示

1) 产品交付不确定性。国防军工行业产品的采购和交付一般都具有高度的计划性和确定性，但产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻，进而影响公司的收入确认。

2) 产品价格下降。国防军工行业下游装备有低成本化趋势，价格下降后向全产业链传导压力，产业链各环节企业或将面临产品价格下降的风险。

3) 行业政策发生变化。国防军工企业产销规模与经营模式很大程度上取决于国家的国防政策，政策调整或对企业造成直接影响。

插图目录

图 1: 行业营业总收入同比增速 (含/不含舰船)	3
图 2: 行业归母净利润同比增速 (含/不含舰船)	3
图 3: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)	3
图 4: 行业归母净利润及同比增速 (不含舰船)	3
图 5: 1H25 期间费用率同比减少 0.8ppt 至 13.5%	4
图 6: 1H25 管理/销售/研发费用率均同比减少	4
图 7: 1H22~1H25, 行业毛利率及净利率持续下滑	4
图 8: 1H11~1H25, 行业总资产周转率呈下降趋势	4
图 9: 行业存货余额及占营业总收入比例	5
图 10: 行业存货及营业总收入同比增速对比	5
图 11: 行业应收余额及占营业总收入比例	5
图 12: 行业应收及营业总收入同比增速对比	5
图 13: 行业资产减值损失	6
图 14: 行业信用减值损失	6
图 15: 行业经营活动产生的现金流净额	6
图 16: 行业经营活动现金流入及流出小计	6
图 17: 子板块营业总收入同比增速: 1H25 VS 1H24	7
图 18: 子板块归母净利润同比增速: 1H25 VS 1H24	7
图 19: 1H25 子板块营业总收入结构	7
图 20: 1H25 子板块归母净利润结构	7
图 21: 1H25, 舰船、无人机、兵器板块净利率同比提升	8
图 22: 兵器板块营业总收入及同比增速	8
图 23: 兵器板块归母净利润及同比增速	8
图 24: 航天板块营业总收入及同比增速	9
图 25: 航天板块归母净利润及同比增速	9
图 26: 信息化板块营业总收入及同比增速	9
图 27: 信息化板块归母净利润及同比增速	9
图 28: 新材料板块营业总收入及同比增速	10
图 29: 新材料板块归母净利润及同比增速	10
图 30: 舰船板块营业总收入及同比增速	10
图 31: 舰船板块归母净利润及同比增速	10
图 32: 分产业链环节营业总收入同比增速: 1H25 总装、上游营收同比增长; 中游同比下滑	11
图 33: 分产业链环节归母净利润同比增速: 1H25 各环节归母净利润均出现不同程度同比下滑	11
图 34: 分产业链环节毛利率: 1H25 中游毛利率同比提升; 上游、总装同比下滑	12
图 35: 分产业链环节净利率: 1H25 总装净利率同比减少 0.6ppt 至 4.3%, 降幅较其他环节更小	12
图 36: 二季度行业营业总收入及同比增速	13
图 37: 二季度行业归母净利润及同比增速	13
图 38: 行业单季度营业总收入: 2Q25 同比、环比均增长, 环比增幅接近 60%	13
图 39: 行业单季度归母净利润: 2Q25 同比下滑, 环比接近翻倍增长	13
图 40: 二季度占全年营业总收入比约为 25%	14
图 41: 二季度占全年归母净利润比约为 30%	14
图 42: 2Q25 子板块营业总收入同比增速	14
图 43: 2Q25 子板块归母净利润同比增速	14
图 44: 1H22~1H25 舰船、航空板块营业总收入 CAGR 较高	15
图 45: 1H22~1H25 舰船、航空板块归母净利润实现复合正增长	15
图 46: 1H22~1H25 总装营业总收入 CAGR 最高	15
图 47: 1H22~1H25 总装实现归母净利润复合正增长	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%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 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048