

军工行业25年中报业绩综述： 行业景气呈现复苏，导弹和军工电子改善明显

分析师：杨 晨 执业编号：S1130522060001

分析师：任旭欢 执业编号：S1130524070004

联系人：冯茗馨 执业编号：S1130125070081

2025/9/1

- 25H1军工行业景气呈现复苏：25H1实现营收2278亿元（同比-6.7%），归母净利润143亿元（同比-28.0%），由于部分军品价格调整利润增速低于收入增速；25Q2营收1402亿元（同比+3.3%），归母净利润93亿元（同比-23.4%），25Q2营收端修复，利润端或实现筑底。分下游看：25H1航空板块营收1469亿元（同比-12.9%），归母99.3亿元（同比-33.4%），交付节奏影响业绩短期承压；兵器板块营收125亿元（同比+26.0%），归母3.4亿元（同比-6.4%），收入高增。
- 导弹和军工电子改善明显：25Q2军工电子领域营收179亿元（同比+18.8%），归母25亿元（同比-3.0%），降价压力缓解盈利企稳；导弹产业链25Q2营收52亿元（同比+21.5%），归母5亿元（同比-4.1%），归母下滑幅度收窄，25Q2末合同负债13亿元，较年初+23.0%，预示高景气。
- 我们认为：2025年是十四五收官和十五五布局的关键期，行业景气反转和全球军备竞赛等多重因素驱动，我国军工资产有望价值重估。建议关注军贸、新质战斗力、消耗类弹药、军工电子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。

目录

01

军工行业整体：25H1行业积极备货备产，Q2营收端修复

02

分赛道：电子信息化降价压力缓解，航空在产品增加下半年交付或加速

03

产业链：下游合同负债较年初大幅增加，25Q2中上游营收端景气恢复体现

04

主要细分赛道表现

05

关联交易与经营计划

01 军工行业整体：25H行业积极备货备产，Q2营收端修复

25Q2营收端修复，利润端或实现筑底

- 25H1军工行业实现营收2278亿元（同比-6.7%），归母净利润143亿元（同比-28.0%），收入与利润同比下滑，利润增速低于收入增速，主要部分军品价格调整所致。25H1军工行业毛利率22.1%（同比-0.2pct），净利率6.3%（同比-1.9pct），期间费用率13.9%（同比+1.1pct）。行业整体毛利率、净利率小幅降低，期间费用率小幅提升，主要由于营业收入下滑导致研发费用率有所提升。
- 25Q2收入1402亿元（同比+3.3%），归母净利润93亿元（同比-23.4%），营收端增长利润端下滑，主要因部分批产型号降价导致毛利率降低、计提资产及信用减值，如中航光电计提减值1.05亿元、航天电器计提减值0.72亿元、中航重机计提减值0.95亿元。25Q2毛利率21.4%，同比-0.9pct，环比-2.0pct；净利率6.6%，同比-2.3pct，环比+0.9pct；期间费用率12.2%，同比-0.3pct，环比-4.4pct，规模效应体现。

表1：军工行业25H1基本面表现

	25H1	同比	25Q2	同比	环比
营收（亿）	2,278	-6.7%	1,402	3.3%	60.1%
归母净利润（亿）	143	-28.0%	93	-23.4%	84.5%
毛利率	22.1%	-0.2pct	21.4%	-0.9pct	-2.0pct
净利率	6.3%	-1.9pct	6.6%	-2.3pct	0.9pct
期间费用率	13.9%	1.1pct	12.2%	-0.3pct	-4.4pct

图1：军工行业25H1营收及归母净利润（亿元）

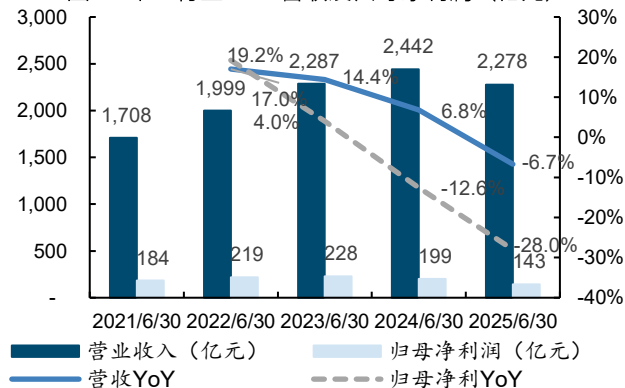
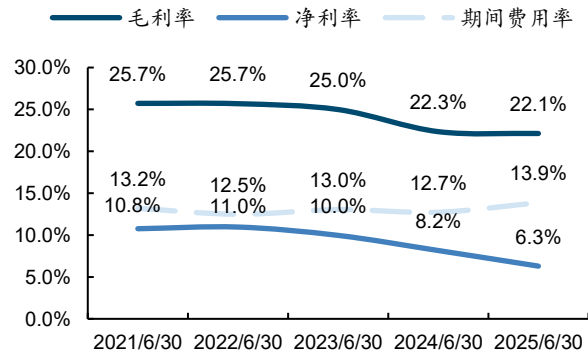


图2：军工行业25H1利润率及期间费用率



25H1行业积极备货备产，回款有所改善

- 25H1末合同负债较年初增加，全行业积极备货备产。25H1末军工行业整体合同负债809亿元，较年初+20.7%，较25Q1末-12.5%，一季度部分新签订单逐步结转为收入；行业存货2894亿元，较年初+10.5%，较25Q1末+2.5%，全行业积极备货备产；行业固定资产2064亿元，较年初+1.7%，较25Q1末+2.6%；行业在建工程304亿，较年初+2.9%，产能建设稳步推进。
- 25H1军工行业整体资本性支出170亿元，同比+0.04%；行业经营性净现金流-372亿元，24H1为-684亿元，回款情况有所改善。25Q2资本性支出88亿元；经营性净现金流-297亿元，军工行业回款具有较为明显的季节性，下半年回款有望提速。

表2：军工行业25H1及25Q2资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/6/30	2025/3/31	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	809	925	-12.5%	670	20.7%
预付款项	806	767	5.1%	629	28.3%
存货	2,894	2,824	2.5%	2,618	10.5%
在建工程	304	314	-2.9%	296	2.9%
固定资产	2,064	2,013	2.6%	2,031	1.7%
	25H1	同比	25Q2	同比	环比
资本性支出	170	0.04%	88	8.6%	8.3%
	25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1
经营性净现金流	-372	-684	-297	-145	-75

图3：军工行业2023H1-2025H1存货结构

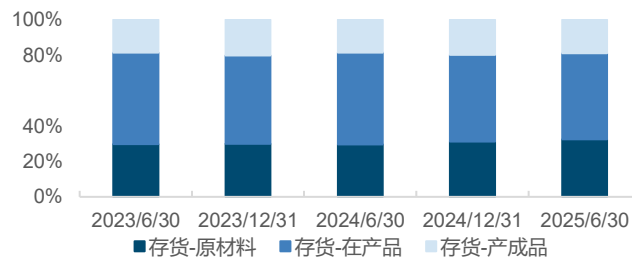


图4：军工行业23Q1-25Q2现金流情况 (亿元)

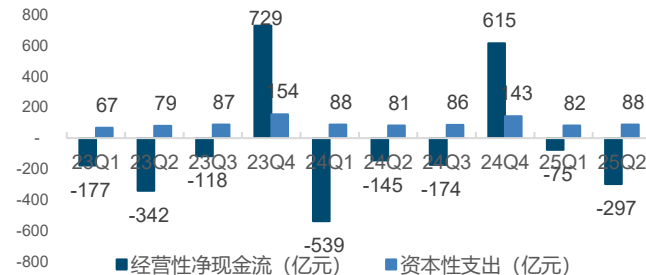
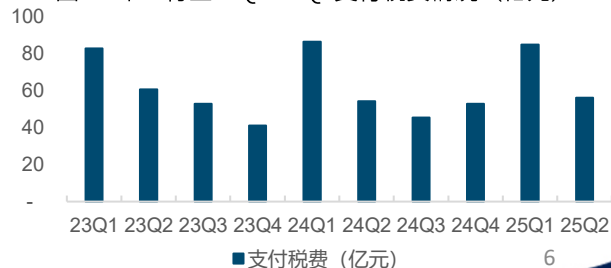


图5：军工行业23Q1-25Q2支付税费情况 (亿元)



02 分赛道：电子信息化降价压力缓解， 航空在产品增加下半年交付或加速

25Q2各赛道业绩表现分化，兵器、电子信息化收入高增

- 25H1电子信息化营收同比+8.7%，归母净利润同比-2.1%；航空营收同比-12.9%，归母净利润同比-33.4%；航天营收同比-11.8%，归母净利润同比-69.1%；兵器营收同比+26.0%，归母净利润同比-6.4%；舰船营收同比+13.4%，归母净利润同比+119.3%，主要系中船防务按照持股比例确认联营企业广船国际投资收益人民币3.65亿元。
- 25Q2电子信息化赛道营收同比+16.6%，归母净利润同比+1.4%；航空赛道营收同比-2.5%，归母净利润同比-31.9%；航天赛道营收同比+2.9%，归母净利润同比-41.3%，主要系航天电器、中国卫星等利润下滑所致；兵器赛道营收同比+42.7%，归母净利润同比-11.8%，主要受中兵火箭毛利率-9.5pct、银河电子毛利率-11.0pct影响；舰船赛道营收同比+10.2%，归母净利润同比+27.0%。

表3：军工各领域25H1与25Q2基本面表现

	25H1				25Q2			
	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	382	8.7%	29.3	-2.1%	16.6%	49.7%	1.4%	225.8%
航空	1,469	-12.9%	99.3	-33.4%	-2.5%	61.2%	-31.9%	50.2%
航天	153	-11.8%	4.1	-69.1%	2.9%	63.6%	-41.3%	-15.6%
兵器	125	26.0%	3.4	-6.4%	42.7%	72.5%	-11.8%	891.7%
舰船	149	13.4%	7.3	119.3%	10.2%	64.4%	27.0%	153.3%

表4：军工行业各领域企业25H1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%	16	8	1	3	0	22	10	0	4	2
增速在20%-30%	6	4	2	2	0	1	2	2	1	1
增速10%-20%	6	5	0	3	2	2	1	1	0	1
增速0-10%	9	9	3	0	2	5	5	0	2	0
增速-10%-0	4	10	2	0	2	2	3	1	1	0
增速-20%--10%	5	4	0	1	1	3	3	0	0	1
增速低于-20%	12	10	4	3	0	23	26	8	4	2

电子信息化赛道产品降价压力缓解，盈利能力企稳

- 25H1航空板块毛利率17.6%（同比-0.6pct），净利率6.8%（同比-2.1pct），盈利能力小幅下降；航天板块毛利率27.1%（同比-2.9pct），净利率2.7%（同比-5.0pct），主要系航天宏图军采暂停亏损2.48亿元、航天智装审价调整亏损1.54亿元；兵器板块毛利率16.8%（同比-2.2pct），净利率2.7%（同比-0.9pct），主要系费用管控加强，期间费用率-2.6pct；舰船板块毛利率13.6%（同比+0.1pct），净利率4.9%（同比+2.4pct），主要系中船防务净利率同比+3.8pct。电子信息化板块毛利率42.6%（同比-0.3pct），净利率7.7%（同比-0.8pct），毛利率净利率维持稳定，盈利能力企稳。
- 25Q2航空领域毛利率同比-1.4pct，净利率同比-2.8pct，盈利能力同比下降；航天领域毛利率同比-7.0pct，净利率同比-1.5pct，主要系费用率-2.7pct及航天电子毛利率+0.8pct；电子信息化领域毛利率同比+0.1pct，净利率同比-1.5pct，产品降价压力缓解叠加费用管控加强，电子信息化板块盈利能力企稳。

表5：军工各领域25H1及25Q2毛利率、净利率及期间费用率

25H1	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	42.6%	-0.3pct	7.7%	-0.8pct	31.1%	-1.8pct
航空	17.6%	-0.6pct	6.8%	-2.1pct	8.9%	1.3pct
航天	27.1%	-2.9pct	2.7%	-5.0pct	21.5%	0.5pct
兵器	16.8%	-2.2pct	2.7%	-0.9pct	14.4%	-2.6pct
舰船	13.6%	0.1pct	4.9%	2.4pct	10.6%	-0.2pct
25Q2	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	0.1pct	2.2pct	-1.5pct	5.3pct	-3.1pct	-7.8pct
航空	-1.4pct	-2.6pct	-2.8pct	-0.5pct	0.1pct	-2.8pct
航天	-7.0pct	-7.7pct	-1.5pct	-1.9pct	-2.7pct	-8.5pct
兵器	-0.7pct	3.0pct	-3.0pct	5.9pct	-4.2pct	-5.2pct
舰船	0.9pct	-0.9pct	0.8pct	2.0pct	0.3pct	-2.6pct

多赛道存货增加积极备货备产，航空在产品增加下半年交付或将加速

- 25H1末电子信息化、航空、航天、兵器、舰船合同负债分别较年初+1.5%、+31.3%、+5.8%、-15.8%、+11.9%，兵器领域存量订单有序交付，静待新一轮订单下发；各赛道存货分别较年初+10.0%、+11.0%、+9.8%、+1.0%、+14.1%，舰船领域原材料与在产品占比较年初提高，或表征企业积极备货；航空赛道在产品增加，批产稳步推进，下半年交付确收或将提速。

表6：军工各领域25H1及25Q2资产负债

2025/6/30	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	56.6	1.5%	63.8	21.6%	434.5	10.0%	51.1	14.3%	333.8	1.7%	792.5	3.7%
航空	516.0	31.3%	500.7	39.7%	1,915.8	11.0%	204.2	0.7%	1,309.2	2.1%	2,306.2	6.2%
航天	55.6	5.8%	91.0	5.6%	331.4	9.8%	24.3	-8.4%	220.2	1.5%	267.5	16.9%
兵器	24.8	-15.8%	44.4	36.8%	86.4	1.0%	16.8	12.9%	114.7	-1.0%	152.4	8.6%
舰船	156.1	11.9%	106.6	7.5%	126.0	14.1%	7.9	14.9%	86.4	-1.9%	127.6	7.2%

图6：航空2023H1-2025H1存货结构

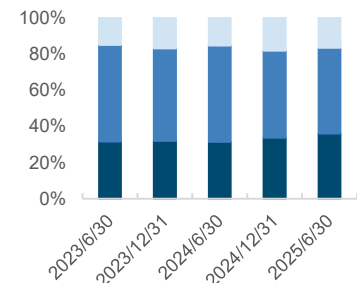


图7：航天2023H1-2025H1存货结构

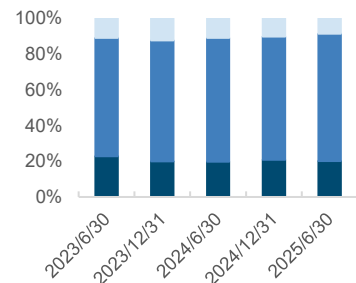


图8：兵器2023H1-2025H1存货结构

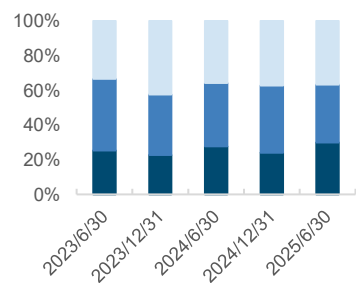


图9：船舶2023H1-2025H1存货结构

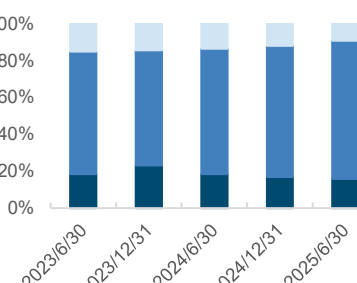
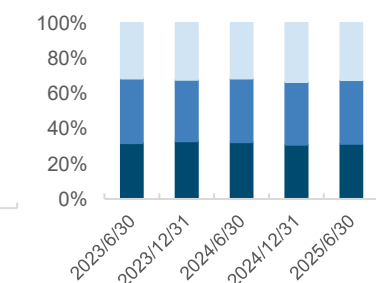


图10：电子信息化2023H1-2025H1存货结构



航空、航天、兵器赛道加大资本开支，各赛道回款同比改善

- 25H1航空、航天、兵器领域资本性支出分别同比+0.4%、25.3%、+20.7%，整体仍处于扩产节奏；信息化、舰船赛道资本性支出同比-9.4%、-15.1%，扩产周期进入尾声，或将步入收获期。
- 25H1各赛道经营性净现金流同比改善。25H1信息化赛道经营性净现金流-0.3亿元，24H1为-7.3亿元；航空经营性净现金流-326.7亿元，24H1为-519.4亿元；航天经营性净现金流-35.0亿元，24H1为-54.4亿元；兵器经营性净现金流-24.1亿元，24H1为-43.9亿元；舰船经营性净现金流13.6亿元，24H1为-59.3亿元，回款情况显著改善，带动经营性净现金流增长较多。军品回款多集中于年末，后续现金流情况有望改善。

表7：军工各领域25H1及25Q2现金流情况

	资本性支出（亿元）					经营性净现金流（亿元）				
	25H1	同比	25Q2	同比	环比	25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1
信息化	36.7	-9.4%	18.3	4.7%	-0.9%	-0.3	-7.3	28.4	34.7	-28.7
航空	108.9	0.4%	56.2	5.2%	6.6%	-326.7	-519.4	-300.2	-115.3	-26.5
航天	12.7	25.3%	7.9	74.2%	65.0%	-35.0	-54.4	-13.1	-24.9	-21.9
兵器	8.4	20.7%	4.0	16.4%	-9.6%	-24.1	-43.9	-28.4	-21.3	4.3
舰船	3.1	-15.1%	1.9	-21.6%	63.3%	13.6	-59.3	16.1	-18.5	-2.5

03 产业链：下游合同负债较年初大幅增加， 25Q2中上游营收端景气恢复体现

25Q2中上游营收同比增长，下游环节净利率下降幅度最小

- 25H1各环节利润筑底，中上游实现收入增长。25H1上中下游营收分别同比+6.6%/+1.0%/-16.6%，归母分别同比-18.2%/-24.8%/42.0%，中上游收入恢复，盈利承压。25Q2，收入端上中游分别同比+10.3%、+11.5%，下游受交付进度延缓及24Q2高基数影响，同比-3.9%；利润端各环节受毛利率降低、计提减值影响，分别同比-21.1%、-15.0%、-32.2%，归母均出现不同程度下滑。
- 25H1各环节盈利能力下降，25Q2下游净利率降幅最小。25H1，各环节盈利能力均出现不同程度下降，上中下游毛利率分别同比-2.9pct/-0.5pct/-1.4pct，净利率分别同比-3.9pct/-1.6pct/-1.7pct，期间费用率分别同比-0.5pct/+0.02pct/+0.9pct。25Q2，上游环节毛利率同比-2.8pct，产品降价叠加减值，净利率同比-5.5pct，期间费用率同比-1.1pct；中游毛利率同比-1.1pct，净利率同比-1.7pct，期间费用率同比-1.8pct；下游毛利率同比-1.7pct，净利率同比-1.7pct，期间费用率同比-0.2pct，净利率下降幅度最小。

表10：军工各环节25H1及25Q2毛利率、净利率与期间费用

25H1	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	34.9%	-2.9pct	12.8%	-3.9pct	17.9%	-0.5pct
中游	30.2%	-0.5pct	4.7%	-1.6pct	22.6%	0.02pct
下游	9.8%	-1.4pct	3.9%	-1.7pct	5.7%	0.9pct
25Q2	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	-2.8pct	3.1pct	-5.5pct	2.3pct	-1.1pct	-0.4pct
中游	-1.1pct	-0.7pct	-1.7pct	2.3pct	-1.8pct	-6.6pct
下游	-1.7pct	-1.5pct	-1.7pct	0.2pct	-0.2pct	-2.7pct

表8：军工行业各环节25H1营收及归母净利润

25H1	营收（亿元）	营收同比	归母净利润（亿元）	归母净利润同比
上游	544	6.6%	69.9	-18.2%
中游	707	1.0%	33.0	-24.8%
下游	1,028	-16.6%	40.5	-42.0%
25Q2	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
上游	10.3%	26.9%	-21.1%	52.7%
中游	11.5%	49.2%	-15.0%	151.4%
下游	-3.9%	91.5%	-32.2%	103.4%

表9：军工行业各环节25H1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%	11	16	1
增速在20%-30%	4	8	2
增速10%-20%	5	7	4
增速0-10%	8	14	1
增速-10%-0	6	11	1
增速-20%--10%	2	9	0
增速低于-20%	7	16	6
归母净利润增速	上游	中游	下游
增速高于30%	13	23	2
增速在20%-30%	1	5	1
增速10%-20%	2	3	0
增速0-10%	3	7	2
增速-10%-0	2	4	1
增速-20%--10%	1	6	0
增速低于-20%	21	33	9

各环节合同负债增加，中下游扩产持续

- 25H1末上中下游各环节合同负债较年初不同程度增加，分别较年初+3.2%/+1.1%/+26.2%，新订单持续下放，其中，下游环节中航成飞合同负债较年初增加122.75亿元，中航沈飞合同负债较年初增加40.03亿元；上中下游各环节存货分别较年初+6.5%/+10.2%/+12.1%，预付款项分别较年初+60.4%/+12.3%/+32.1%，开启新一轮备货备产；上游在建工程较年初-4.1%，固定资产较年初+4.6%，产能建设步入收获期；中游和下游在建工程分别较年初+4.5%/+7.2%，扩产持续推进。

表11：军工行业各环节25H1及25Q2资产负债

2025/6/30	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	25.6	3.2%	26.4	60.4%	462.2	6.5%	81.4	-4.1%	513.0	4.6%	864.9	6.1%
中游	125.1	1.1%	162.0	12.3%	1,011.4	10.2%	121.6	4.5%	751.7	2.5%	1,515.8	6.2%
下游	658.3	26.2%	618.1	32.1%	1,420.4	12.1%	101.3	7.2%	799.7	-0.9%	1,265.5	7.3%

图11：军工行业上游2023H1-2025H1存货结构

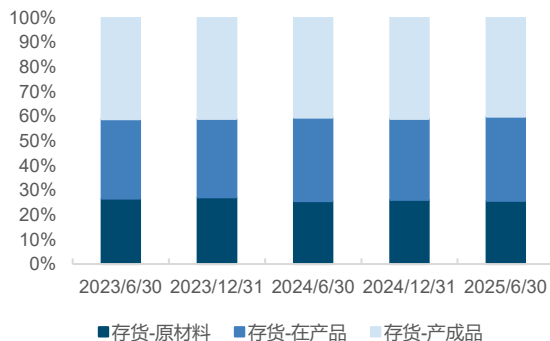


图12：军工行业中游2023H1-2025H1存货结构

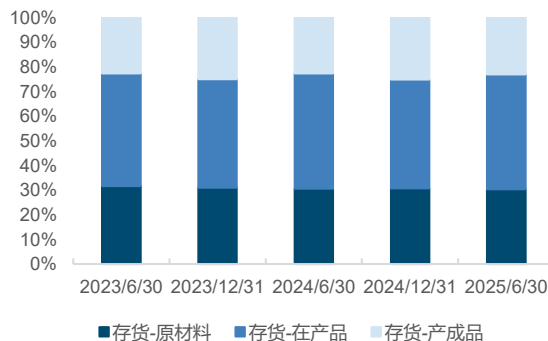
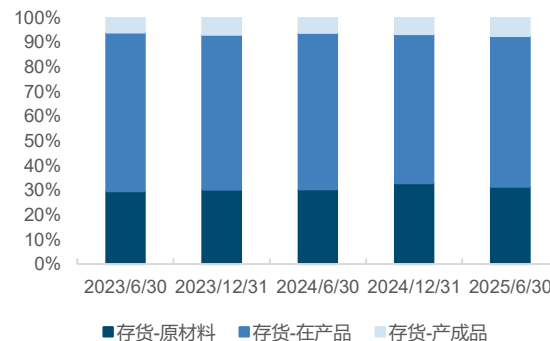


图13：军工行业下游2023H1-2025H1存货结构



25Q2各环节加大资本开支，回款情况改善

- 25Q2各环节加大资本开支，下游同比增幅最大。25H1上中下游资本开支分别同比-0.7%/-6.6%/+12.9%，25Q2资本开支分别同比+2.9%/+2.5%/+25.6%，25Q2各环节加大资本开支。
- 25Q2中上游环节回款改善。25H1上中下游经营性净现金流分别为30.0/-64.3/-338.2亿元，24H1分别为42.5/-134.0/-592.8亿元；25Q2各环节经营性净现金流分别为56.3/-19.3/-334.2亿元，24Q2为68.0/-27.8/-185.5亿元，上游中航高科子公司中航工业复材主要客户票据到期收回、航天电器持有的商业承兑汇票到期承兑、西部超导销售回款增加，中游航发科技、国睿科技、海特高新销售回款增加。

表12：军工行业各环节25H1及25Q2现金流情况

	资本性支出（亿元）					经营性净现金流（亿元）				
	25H1	同比	25Q2	同比	环比	25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1
上游	49.9	-0.7%	23.8	2.9%	-8.8%	30.0	42.5	56.3	68.0	-26.3
中游	71.9	-6.6%	37.9	2.5%	11.5%	-64.3	-134.0	-19.3	-27.8	-44.9
下游	47.9	12.9%	26.6	25.6%	24.2%	-338.2	-592.8	-334.2	-185.5	-4.0

04 核心赛道表现

航空主机厂：25H1交付节奏影响业绩短期承压，下半年有望提速

- 25H1主机厂受交付影响，业绩阶段性承压。25H1主机厂整体营收678亿元（同比-21.9%），归母净利润31亿元（同比-44.3%），利润降幅高于营收降幅。内部分化来看，中航成飞、中航沈飞受产品配套交付进度及产品结构调整影响，营收同比-39.0%/-32.4%，归母同比-68.3%/-29.8%；洪都航空、中无人机产品交付增加，营收同比+11.8%/+61.3%，归母同比+25.5%/+182.8%。25H1主机厂毛利率8.9%（同比-2.0pct），期间费用率4.0%（同比+0.5pct），净利率4.5%（-1.8pct）。
- 25Q2主机厂交付提速。25Q2主机厂实现营收467亿元（同比-0.7%），交付提速；归母净利润12亿元（同比-31.2%），其中中航成飞归母同比-45.6%；毛利率8.3%（同比-2.6pct），净利率4.3%（同比-1.9pct），期间费用率3.2%（同比-2.5pct）。

图14：航空主机厂各年上半年营收及归母净利润（亿元）

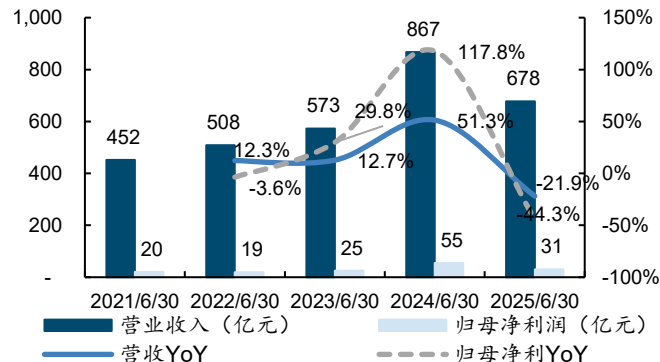


图15：航空主机厂各年上半年主要盈利指标情况

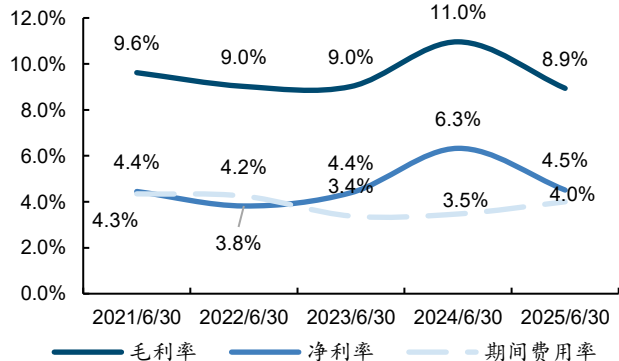


表13：航空主机厂25H1及25Q2业绩基本面表现

	25H1	同比	25Q2	同比	环比
营收 (亿元)	678	-21.9%	467	-0.7%	122.4%
归母净利润 (亿元)	31	-44.3%	20	-31.2%	89.6%
毛利率	8.9%	-2.0pct	8.3%	-2.6pct	-2.1pct
净利率	4.5%	-1.8pct	4.3%	-1.9pct	-0.7pct
期间费用率	4.0%	0.5pct	3.2%	-0.6pct	-2.5pct

航空主机厂：25H1交付节奏影响业绩短期承压，下半年有望提速

- 25H1末合同负债增加，下半年交付确收或将提速。25H1末主机厂合同负债411亿元，较年初+35.3%，其中中航成飞、中航沈飞合同负债187.30、75.32亿元，较年初增加122.75、40.03亿元，在手订单充足，交付后逐步结转收入；主机厂预付款项442亿元，较年初+51.2%，积极备产；存货859亿元，较年初+5.8%，原材料与在产品占比提升，批产稳步推进，下半年交付确收或将提速。
- 25H1主机厂加大资本开支，现金流改善。25H1主机厂资本性支出25亿元，同比+12.0%；经营性现金流经营性净现金流-250亿元，24H1为-403亿元，其中中航成飞收到预付款增加，经营性净现金流较24H1增加38.4亿元；中航沈飞销售商品、提供劳务收到的现金增加，经营性净现金流较24H1增加89.8亿元。主机厂以现金形式支付货款，改善中上游现金质量，同时也给出中上游备货备产信号，静候新订单下放。

表14：航空主机厂25H1及25Q2资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/6/30	2025/3/31	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	411	509	-19.2%	304	35.3%
预付款项	442	405	9.3%	293	51.2%
存货	859	867	-1.0%	811	5.8%
在建工程	55	50	10.2%	47	15.7%
固定资产	344	346	-0.4%	354	-2.8%
应收款项	774	612	26.6%	689	12.3%
	25H1	同比	25Q2	同比	环比
资本性支出	25	12.0%	15	49.6%	47.8%
	25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1
经营性净现金流	-250	-403	-217	-75	-33

图16：航空主机厂2023H1-2025H1存货结构

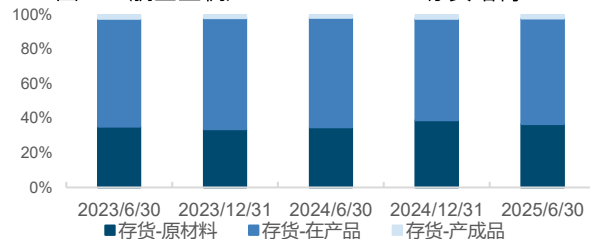


图17：航空主机厂23Q1-25Q2单季度经营性净现金流与资本支出

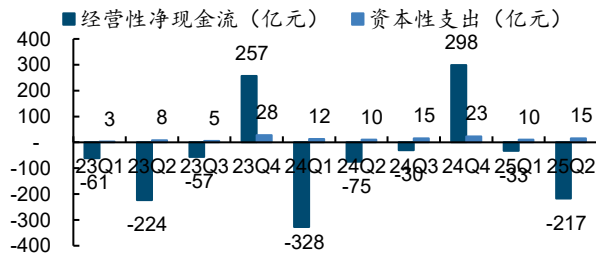
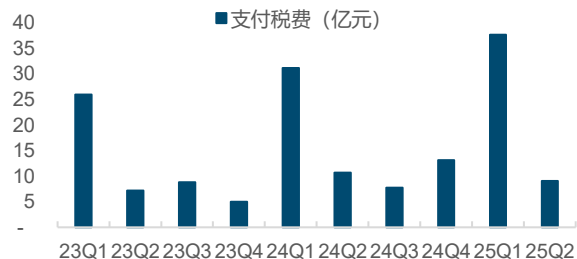


图18：航空主机厂23Q1-25Q2单季度支付税费（亿元）



航发产业链：25H1需求下滑业绩承压，静待下游景气修复

- 25H1航发产业链受需求影响承压，利润下滑幅度大于收入下滑幅度。25H1航发产业链营收406亿元（同比-11.1%），归母净利润23亿元（同比-43.6%）；毛利率19.3%（同比-1.0pct），其中中航重机受产品配套交付进度及产品结构调整影响，毛利率同比-1.4pct；航发净利率5.7%，同比-3.3pct，主要因毛利率-1.0pct、期间费用率+1.2pct。
- 25Q2毛利率企稳，净利率因减值下降较大。25Q2航发产业链营收225亿元（同比-14.9%），归母净利润14亿元（同比-46.6%），毛利率19.9%（同比+0.1pct），期间费用率9.8%（同比+1.5pct），因航发动力计提减值1.26亿元，净利率6.2%（同比-3.7pct）。

表15：航发产业链25H1年及25Q2业绩基本表现

	25H1	同比	25Q2	同比	环比
营收（亿元）	406	-11.1%	225	-14.9%	24.0%
归母净利润（亿元）	23	-43.6%	14	-46.6%	50.6%
毛利率	19.3%	-1.0pct	19.9%	0.1pct	1.4pct
净利率	5.7%	-3.3pct	6.2%	-3.7pct	1.1pct
期间费用率	10.2%	1.2pct	9.8%	1.5pct	-0.9pct

图19：航发产业链各年上半年营收及利润（亿元）

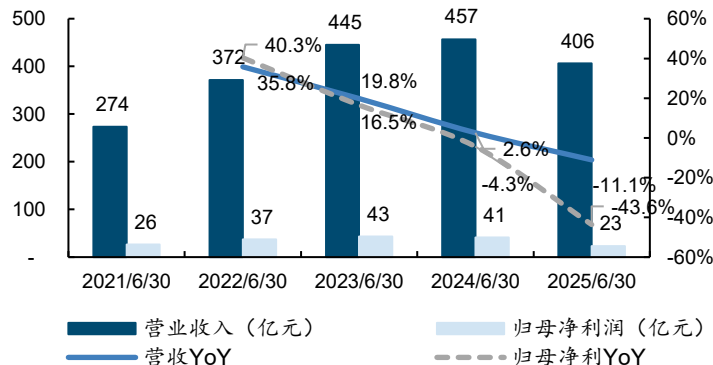
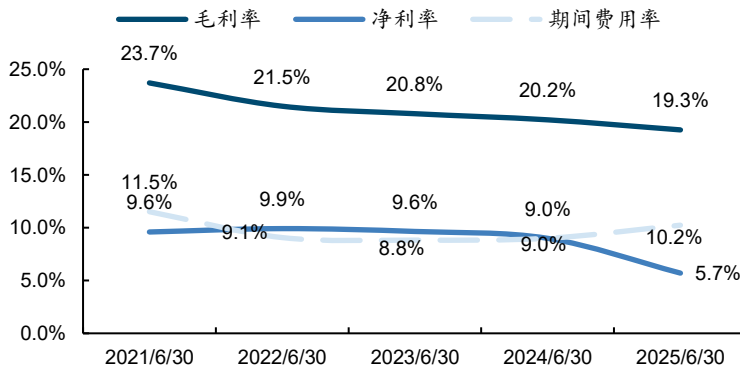


图20：航发产业链各年上半年主要盈利指标情况



航发产业链：25H1需求下滑业绩承压，静待下游景气修复

- 下游存货增加下半年交付有望加速。25H1末航发产业链合同负债77亿元，较年初-12.9%，静待新订单下发；存货670亿元，较年初+14.9%，主要系航发动力存货增加90.6亿，航发主机厂积极备产；航发产业链在建工程70亿元，较年初-9.6%，固定资产500亿元，较年初+11.6%。
- 25H1上游购买商品支出增加，或表明积极备产。资本性支出78亿元（同比-15.1%）；经营性净现金流-118亿元，24H1为-34亿元。

表16：航发产业链25H1年及25Q2资产负债和现金流

单位：亿元	2025/6/30	2025/3/31	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	77	94	-17.7%	89	-12.9%
预付款项	26	31	-18.8%	43	-40.8%
存货	670	630	6.3%	583	14.9%
在建工程	70	66	5.5%	77	-9.6%
固定资产	500	495	1.0%	448	11.6%
应收款项	781	752	3.9%	648	20.5%
25H1	同比增长	25Q2	同比增长	环比增长	
资本性支出	78	-15.1%	19	-7.2%	11.8%
25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1	
经营性净现金流	-118	-34	-106	-61	11

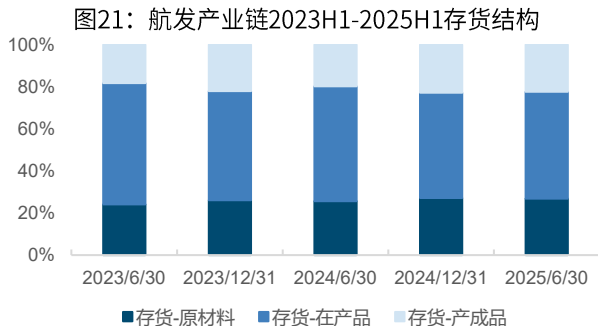


图22：航发产业链23Q1-25Q2单季度经营性净现金流与资本支出

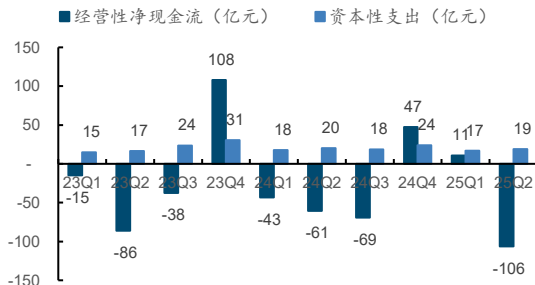
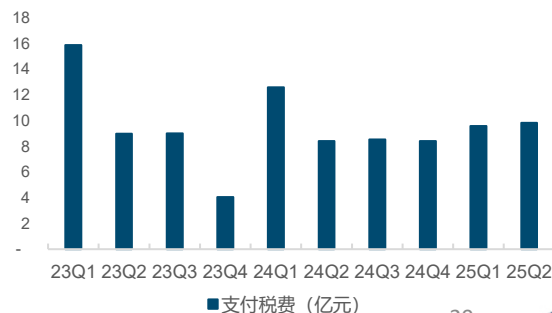


图23：航发产业链23Q1-25Q2单季度支付税费



航发产业链：25H1需求下滑业绩承压，静待下游景气修复

- 25H1钛合金板块维持韧性，其余板块业绩下滑明显。25H1上游高温合金营收同比-7.7%，归母同比-78.1%；钛合金营收同比-2.5%，归母同比-4.8%；特种功能材料营收同比+6.4%，归母同比-32.5%；中游锻造营收同比+4.0%，归母同比-23.6%；主机与系统营收与归母同比分别为-21.2%、-62.4%。全产业链承压，钛合金环节维持韧性。
- 25Q2特种功能材料、中游锻造利润降幅明显收窄，其余板块持续承压。25Q2上游钛合金板块，宝钛股份营收同比-20.5%，归母同比-49.0%；高温合金板块，抚顺特钢、钢研高纳、图南股份归母同比-234.5%/-89.7%/-49.0%；中游锻造板块，中航重机、派克新材、航宇科技归母同比-27.5%/+6.7%/-0.6%；下游主机与系统营收同比-31.8%，归母同比-62.1%，其中航发动力受客户需求变化，交付不及预期与财务费用增加影响，营收同比-35.4%，归母同比-80.8%。

表17：航发产业链各板块25H1及25Q2营收与归母净利润

	25H1				25Q2			
	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
主机与系统	168	-21.2%	4.0	-62.4%	-31.8%	24.0%	-62.1%	59.4%
中游锻造	84	4.0%	7.6	-23.6%	19.3%	41.2%	-18.7%	38.8%
高温合金	88	-7.7%	2.2	-78.1%	-8.5%	9.1%	-85.8%	-30.1%
钛合金	60	-2.5%	7.9	-4.8%	0.3%	25.7%	-21.9%	104.0%
特种功能材料	5	6.4%	1.5	-32.5%	15.7%	13.9%	-18.0%	32.4%

航发产业链：25H1需求下滑业绩承压，静待下游景气修复

- 25Q2主机受费用影响净利率同比-2.1pct，钛合金受减值影响净利率-4.5pct。主机与系统25H1毛利率13.6%（同比-0.2pct），净利率2.4%（同比-2.6pct），期间费用率+2.0pct；Q2毛利率改善，同比+1.6pct，但由于期间费用率+2.6pct，净利率-2.1pct。中游锻造环节25H1毛利率26.5%（同比-1.9pct），净利率9.0%（同比-3.2%），期间费用率11.6%（同比+0.1pct）；Q2中航重机毛利率同比-5.2pct，导致板块整体毛利率-4.8pct，加强费用管控，期间费用率同比-1.2pct，板块净利率同比-4.2pct。高温合金环节25H1高温合金毛利率受市场需求下降影响，同比-7.7pct；25Q2毛利率同比-8.3pct，费用率-0.7pct，净利率-10.7pct。钛合金环节，25H1出货量增加，毛利率同比+3.8pct，期间费用率+1.1pct，净利率-0.3pct；Q2毛利率同比+3.6pct，费用率+1.5pct，净利率-4.5pct，主要因西部超导计提资产减值0.6亿元。

表18：航发各板块25H1与25Q2盈利能力

25H1	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
主机与系统	13.6%	-0.2pct	2.4%	-2.6pct	9.5%	2.0pct
中游锻造	26.5%	-1.9pct	9.0%	-3.2pct	11.6%	0.1pct
高温合金	13.7%	-7.7pct	2.5%	-8.0pct	9.1%	-0.4pct
钛合金	30.4%	3.8pct	13.2%	-0.3pct	11.0%	1.1pct
特种功能材料	47.6%	-8.7pct	28.2%	-16.2pct	25.0%	9.2pct
25Q2	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
主机与系统	1.6pct	2.0pct	-2.1pct	0.6pct	2.6pct	-1.3pct
中游锻造	-4.8pct	-5.1pct	-4.2pct	-0.2pct	-1.2pct	-3.6pct
高温合金	-8.3pct	-0.3pct	-10.7pct	-1.1pct	-0.7pct	0.6pct
钛合金	3.6pct	8.1pct	-4.5pct	6.1pct	1.5pct	1.2pct
特种功能材料	-0.1%pct	12.7pct	-12.4pct	4.2pct	7.4pct	0.7pct

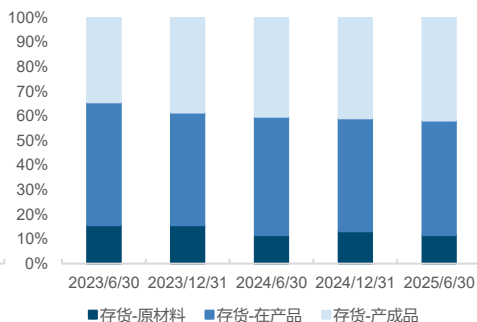
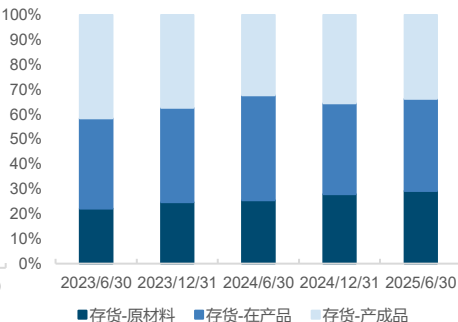
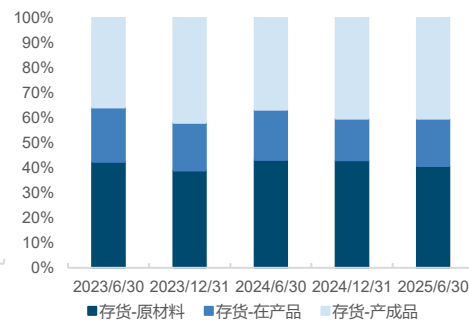
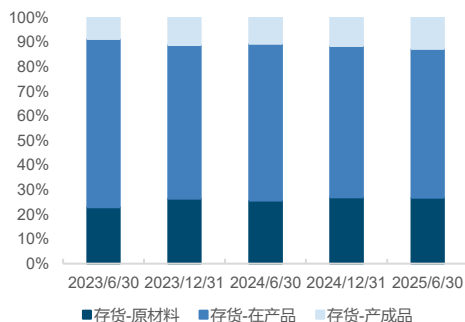
航发产业链：25H1需求下滑业绩承压，静待下游景气修复

- 下游存货增加，下半年交付有望提速。25H1末主机与系统、中游锻造、高温合金、钛合金、特种功能材料合同负债较年初+36.7%/-24.3%/-3.8%/+35.0%/+58.3%，交付恢复后产业链有望重回景气。
- 高温合金产线建设或将步入收获期，其余各环节扩产持续。25H1主机与系统、中游锻造、钛合金、特种功能材料在建工程分别较年初+11.2%/+32.7%/+54.5%/+10.6%，扩产节奏持续；高温合金在建工程-1.9%，固定资产+1.9%，产线建设或将步入收获期。

表19：航发各环节25H1资产负债情况

2025/6/30	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
主机与系统	64.1	36.7%	16.3	-48.8%	422.8	27.2%	28.4	11.2%	261.9	-0.2%	444.1	-3.7%
中游锻造	4.0	-24.3%	2.5	-1.2%	76.7	10.4%	15.7	32.7%	82.4	0.1%	155.2	12.2%
高温合金	5.2	-3.8%	4.5	20.9%	80.6	4.6%	10.9	-1.9%	88.6	1.9%	72.2	3.8%
钛合金	3.7	35.0%	2.0	101.6%	86.4	6.2%	6.2	54.4%	60.2	-2.1%	98.9	5.7%
特种功能材料	0.3	58.3%	0.2	-5.3%	3.2	46.2%	8.8	10.6%	7.4	6.4%	10.1	18.8%

图24：主机与系统2023H1-2025H1存货结构 图25：中游锻造2023H1-2025H1存货结构 图26：高温合金2023H1-2025H1存货结构 图27：钛合金2023H1-2025H1存货结构



航发产业链：25H1需求下滑业绩承压，静待下游景气修复

- 25H1主机与系统、钛合金、特种功能材料资本性支出分别同比+9.9%/+2.9%/+52.6%，产能扩张持续推进；主机与系统、特种功能材料销售商品收到的现金增加，经营性现金流较24H1增加；中游锻造、高温合金、钛合金因销售商品收到的现金同比减少、商票提前变现，经营性现金流均25H1减少。

表20：航发各板块25H1和25Q2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）				
	25H1	同比	25Q2	同比	环比	25H1	24H1	25Q2	去年同期	上一季度
主机与系统	17.5	9.9%	9.8	-13.5%	26.75	-81.6	-101.9	-106.8	-69.9	25.2
中游锻造	8.0	-23.6%	4.1	12.1%	3.5%	-6.1	-2.2	-0.5	-0.3	-5.6
高温合金	5.3	-3.0%	2.5	-14.3%	-11.8%	-11.0	-6.3	-2.1	3.4	-8.9
钛合金	3.1	2.9%	1.7	48.0%	26.0%	2.3	5.7	2.9	4.2	-0.7
特种功能材料	1.7	52.6%	0.8	-40.1%	-24.2%	1.0	0.6	0.1	1.8	0.8

军工电子：营收增长，Q2归母小幅下滑盈利企稳

- 25H1军工电子营收同比增长，净利润受降价和减值影响下滑。25H1军工电子产业链整体实现营收307亿元（同比+10.8%），归母净利润38亿元（同比-18.7%），在手订单释放与交付恢复，板块营收显著回暖。25H1军工电子产业链整体毛利率为39.3%（同比-5.0pct），主要受降价影响；净利率为12.3%（同比-4.5pct），主要受减值影响，如复旦微电计提减值1.72亿元、中航光电计提减值1.56亿元、航天电器计提减值1.56亿元；期间费用率为22.4%（同比-2.4pct），主要系管理费用率下降。
- 25Q2军工电子归母小幅下滑，盈利能力企稳。25Q2军工电子实现营收179亿元（同比+18.8%），归母净利润25亿元（同比-3.0%）；毛利率同比-5.1pct，净利率受减值影响同比-3.1pct，期间费用率同比-4.0pct，费用管控加强。

表21：航空主机厂25H1及25Q2业绩基本面表现

	25H1	同比	25Q2	同比	环比
营收	307	+10.8%	179	+18.8%	+40.4%
归母净利润	38	-18.7%	25	-3.0%	+98.5%
毛利率	39.3%	-5.0pct	40.4%	-5.1pct	+2.6pct
净利率	12.3%	-4.5pct	14.0%	-3.1pct	+4.1pct
期间费用率	22.4%	-2.4pct	21.3%	-4.0pct	-2.7pct

图28：军工电子各年上半年营收及归母净利润（亿元）

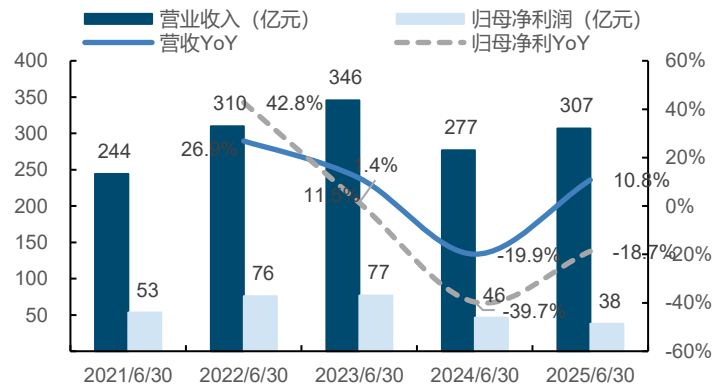
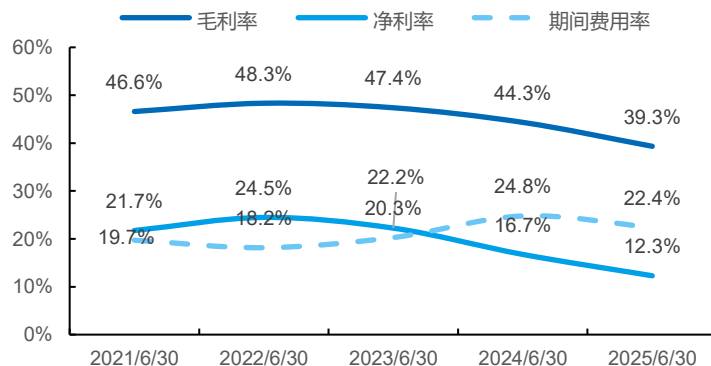


图29：军工电子各年上半年利润率及期间费用率



军工电子：合同负债增加，积极备货备产

- 25Q2末军工电子整体合同负债12亿元，较25Q1末+3.8%；预付款项12亿元，较25Q1末+30.9%；订单增加，企业积极备货备产，存货240亿元，较25Q1末+6.5%，其中原材料和在产品占比提高，下半年交付有望加速；在建工程较25Q1末-0.8%，固定资产较25Q1末+4.6%，在建工程转固，产线建设或将步入收获期。
- 25H1军工电子资本性支出27亿元（同比+7.1%），25Q2资本性支出13亿元（同比+6.4%），企业持续推进扩产建设。25H1军工电子产业链整体经营性净现金流22亿元，24H1为37亿元；25Q2经营性净现金流46亿元，24Q2为51亿元，回款压力较大。

表22：军工电子25H1及25Q2资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/6/30	2025/3/31	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	12	11	3.8%	11	3.8%
预付款项	12	10	30.9%	7	76.8%
存货	240	237	1.0%	225	6.5%
在建工程	39	39	-0.8%	37	3.4%
固定资产	228	218	4.6%	220	3.7%
应收款项	574	571	0.5%	548	4.6%
	25H1	同比增长	25Q2	同比增长	环比增长
资本性支出	27	7.1%	13	6.4%	-8.1%
	25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1
经营性净现金流	22	37	46	51	-24

图30：军工电子2023H1-2025H1存货结构

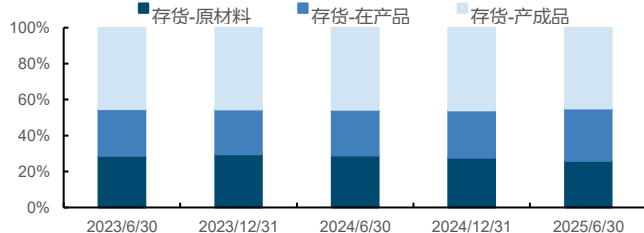


图31：军工电子23Q1-25Q2单季度经营性净现金流与资本支出

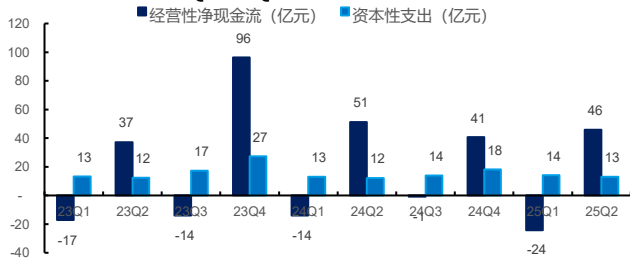
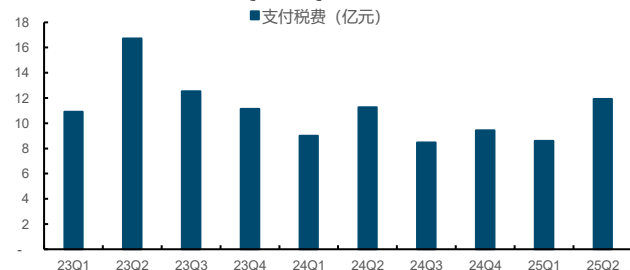


图32：军工电子23Q1-25Q2单季度支付税费（亿元）



军工电子：各板块营收同比增长，被动元件盈利率先修复

- 25H1除被动元件外，其余板块盈利承压。25H1连接器营收155亿元（同比+19.7%），归母净利润16.6亿元（同比-19.4%）；集成电路营收62亿元（同比+2.2%），归母净利润9.9亿元（同比-29.6%）；模块组件营收29亿元（同比-9.6%）、归母净利润1.6亿元（同比-43.4%），主要系国光电气利润下滑较大；被动元件收入61亿元（同比+11.3%），归母净利润9.6亿元（同比+8.3%）。
- 25Q2军工电子各板块营收恢复，被动元件板块归母增幅高于收入增幅。25Q2连接器营收同比+25.9%，归母同比-9.7%；集成电路营收同比+10.8%，归母同比-7.7%；模块组件营收同比+7.0%，归母同比-25.2%；被动元件营收同比+18.3%，归母同比+21.6%，主要系期间费用率同比-3.4pct。

表23：军工电子各板块25H1及25Q2营收与归母净利润

	25H1				25Q2			
	营收（亿元）	营收同比	归母净利润（亿元）	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	155	+19.7%	16.6	-19.4%	+25.9%	+27.7%	-9.7%	+37.3%
被动元件	61	+11.3%	9.6	+8.3%	+18.3%	+45.7%	21.6%	+142.3%
集成电路	62	+2.2%	9.9	-29.6%	+10.8%	+54.7%	-7.7%	+193.3%
模块组件	29	-9.6%	1.6	-43.4%	+7.0%	+76.2%	-25.2%	+310.6%

军工电子：各板块预付款增加，在产品占比提升下半年交付确收或提速

- 各板块预付款项增加，在产品占比提升下半年交付确收或将提速。25H1末连接器、被动元件、集成电路与模块组件合同负债较年初+16.5%/+32.7%/-9.2%/-0.5%；各板块预付款项较年初分别+26.1%/+154.5%/+78.1%/+75.6%，紫光国微、复旦微电、火炬电子等预付供应商款项增加，预示生产加速；各板块在建工程较年初-7.0%/-12.8%/-2.5%/39.5%，其中模块组件主要系新雷能厂房工程投入增加。

表24：军工电子各环节25H1资产负债情况

2025/6/30	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	5.0	16.5%	2.0	26.1%	81.4	13.0%	18.3	-7.0%	103.5	8.3%	253.6	10.1%
被动元件	0.8	32.7%	2.5	154.5%	55.4	4.9%	4.9	-12.8%	57.4	-0.4%	118.4	1.7%
集成电路	4.6	-9.2%	7.2	78.1%	70.6	-0.9%	3.2	-2.5%	36.7	3.7%	119.0	2.6%
模块组件	1.4	-0.5%	0.7	75.6%	32.3	11.8%	12.2	39.5%	30.3	-2.8%	82.5	-3.5%

图33：连接器2023H1-2025H1存货结构

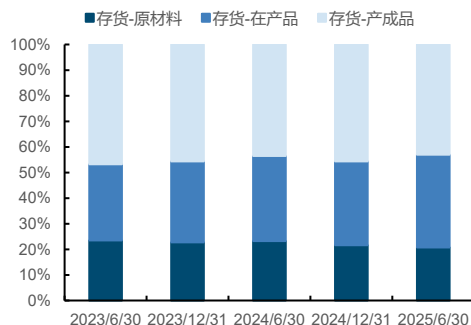


图34：被动元件2023H1-2025H1存货结构

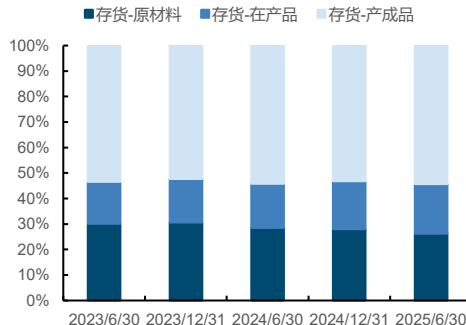


图35：集成电路2023H1-2025H1存货结构

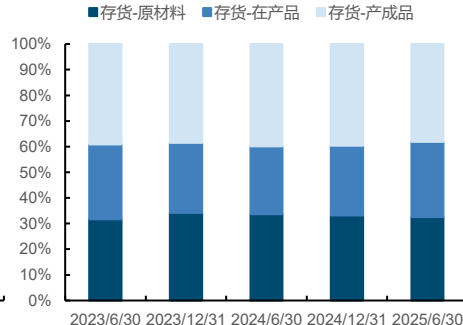
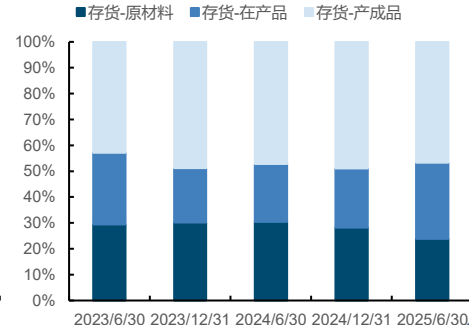


图36：模块组件2023H1-2025H1存货结构



军工电子：25Q2各板块加大资本开支，连接器现金流同比改善

- 25Q2各板块加大资本开支，扩产持续。25Q2各环节资本性支出分别同比+4.7%/+6.1%/+9.4%/+7.2%，仍处于扩产周期。
- 25Q2连接器现金流同比改善。25H1连接器经营性净现金流为-2.2亿元，24H1为4.4亿元，其中中航光电25H1为3.23亿元，24H1为11.35亿元；被动元件经营性净现金流13.1亿元，24H1为21.0亿元，其中火炬电子25H1为-0.67亿元，24H1为4.90亿元；模块组件经营性净现金流3.0亿元，24H1为5.0亿元，其中中国博电子25H1为0.70亿元，24H1为3.61亿元；集成电路经营性净现金流7.8亿元，25H1为7.0亿元，振华风光加强货款催收力度、生产管理系统，经营性净现金流同比增加。25Q2被动元件/集成电路/模块组件经营性净现金流分别为14.3/11.0/5.6亿元，24Q2为18.2/12.5/9.3亿元；连接器经营性净现金流为15.0亿元，24Q2为11.2亿元，中航光电、航天电器经营性净现金流均较24Q2增加，或表明25Q2回款同比改善。

表25：军工电子各板块25H1和25Q2现金流情况

	资本性支出（亿元）					经营性净现金流（亿元）				
	25H1	同比	25Q2	同比	环比	25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1
连接器	12.2	+28.3%	5.4	+4.7%	-21.6%	-2.2	4.4	15.0	11.2	-17.1
被动元件	4.0	-10.9%	2.6	+6.1%	+83.5%	13.1	21.0	14.3	18.2	-1.2
集成电路	5.4	-18.0%	3.1	+9.4%	+30.9%	7.8	7.0	11.0	12.5	-3.2
模块组件	5.3	+17.1%	1.9	+7.2%	-45.7%	3.0	5.0	5.6	9.3	-2.6

导弹产业链：Q2利润下滑幅度收窄，合同负债等前瞻指标预示高景气

- 25H1导弹产业链整体实现营收91亿元（同比+7.1%），归母净利润8亿元（同比-18.0%），其中航天电器受贵重金属原材料成本上升、募投项目转固折旧费用增长等因素影响，归母同比-77.5%。25H1导弹产业链整体毛利率41.5%（同比-2.5pct），期间费用率25.1%（同比-3.5pct），净利率受计提减值影响-2.8pct，其中鸿远电子/国博电子/高德红外分别计提0.66/0.23/0.47亿元。
- 25Q2营收同比大幅增长，利润下滑幅度收窄。25Q2导弹产业链实现营收52亿元（同比+21.5%），实现归母净利润5亿元（同比-4.1%）；整体毛利率41.7%（同比-4.8pct），净利率9.0%（同比-2.4pct），主要受高德红外二季度计提减值0.61亿影响；期间费用率因营收增长而摊薄，同比-8.5pct。

表26：导弹产业链25H1及25Q2业绩基本面表现

	25H1	同比	25Q2	同比	环比
营收（亿元）	91	+7.1%	52	+21.5%	+32.4%
归母净利润（亿元）	8	-18.0%	5	-4.1%	+26.3%
毛利率	41.5%	-2.5pct	41.7%	-4.8pct	+0.5pct
净利率	9.2%	-2.8pct	9.0%	-2.4pct	-0.4pct
期间费用率	25.1%	-3.5pct	22.8%	-8.5pct	-5.5pct

图37：导弹产业链各年上半年营收及利润（亿元）

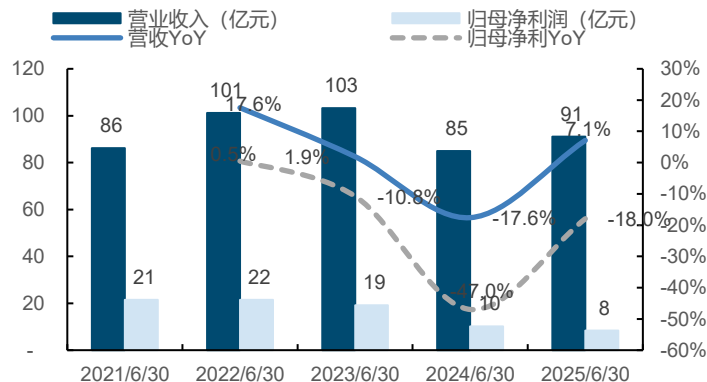
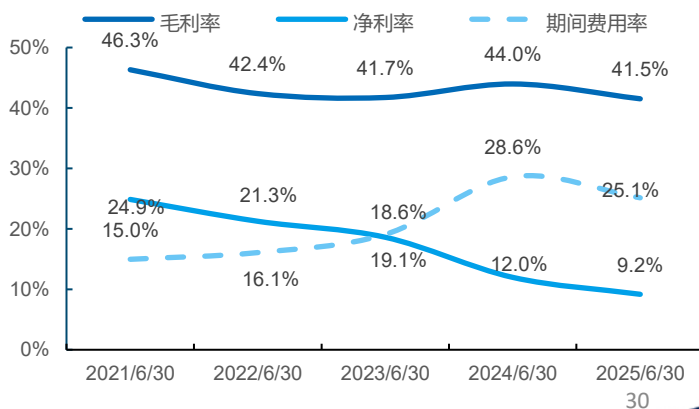


图38：导弹产业链各年上半年主要盈利指标情况



导弹产业链：Q2利润下滑幅度收窄，合同负债等前瞻指标预示高景气

- 25H1末合同负债13亿元，较年初+23.0%，订单大幅增加，预付款项6亿元，较年初+45.0%，企业积极备产；存货92亿元，较年初+8.2%，其中原材料及在产品占比提升，后续生产交付有望加速；在建工程16亿元，较年初+23.3%，主要系新雷能厂房投入增加，在建工程+61.38%；固定资产101亿元，较年初+1.8%。
- 25H1导弹产业链资本性支出11亿元（同比-5.9%），25Q2资本性支出5亿元，同比+6.3%；经营活动净现金流3亿元，24H1为-4亿元，25Q2经营性现金流5亿元，24Q2为6亿元，下半年回款有望持续改善。

表27：导弹产业链25H1及25Q2资产负债和现金流情况

单位：亿元	2025/6/30	2025/3/31	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	13	14	-1.2%	11	23.0%
预付款项	6	4	29.0%	4	45.0%
存货	92	86	7.0%	85	8.2%
在建工程	16	15	12.1%	13	23.3%
固定资产	101	98	2.5%	99	1.8%
应收款项	155	150	3.4%	144	7.6%
	25H1	同比增长	25Q2	同比增长	环比增长
资本性支出	11	-5.9%	5	6.3%	-22.5%
	25H1	24H1	25Q2	24Q2	25Q1
经营性净现金流	3	-4	5	6	-2

图39：导弹产业链2023H1-2025H1存货结构

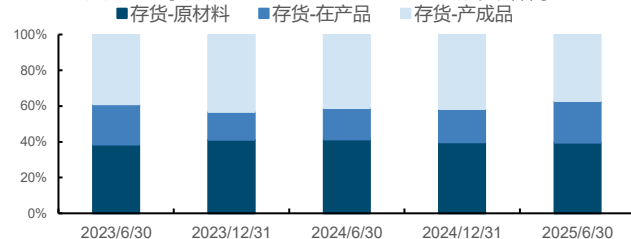


图40：导弹产业链23Q1-25Q2单季度经营性净现金流与资本支出

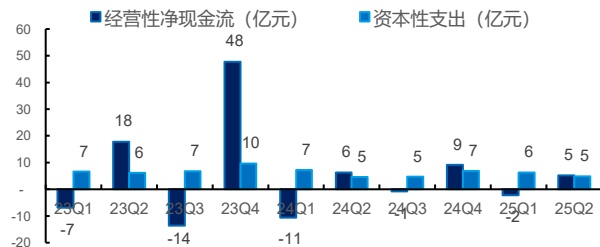
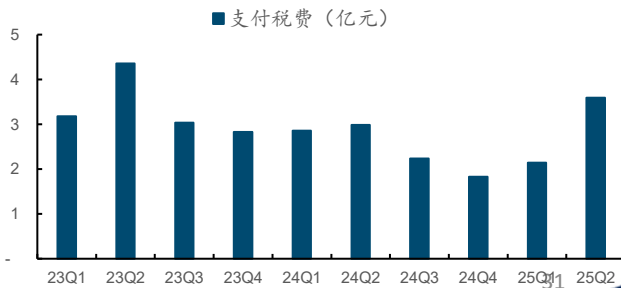


图41：导弹产业链23Q1-25Q2单季度支付税费（亿元）



新域新质：25H1远火放量业绩高增，各赛道后续生产交付有望加速

- 新域新质作为先进战斗力代表，需关注重点赛道投资机会，我们筛选远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备赛道作为新域新质代表赛道进行分析。由于新型装备大部分处于在研转批产早期，对于相关公司的业绩和收入贡献相对较小，因此更需注重资产负债领域的分析。
- 25H1远火放量，营收利润高增。远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比+51.7%、-8.1%、+9.1%、-11.7%、-20.5%，归母净利润分别同比+160.9%、-63.8%、-6.5%、-145.7%、-24.6%。其中，远火赛道北方导航交付提速，25H1营收+481.2%，归母+256.6%；卫星赛道航天电子交付不及预期，25H1营收-24.5%，归母-30.4%；电磁频谱赛道七一二营收-47.5%、归母-270.7%，烽火电子营收-26.7%、归母-212.7%。
- 25Q2卫星与无人赛道修复。远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比+89.4%、+5.0%、+3.34%、-10.7%、+3.0%，归母净利润分别同比+182.5%、+45.0%、-22.6%、-135.6%、+25.8%。

表28：新域新质各赛道25H1与25Q2营收与归母净利润

25H1					25Q2			
	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
远火	54	+51.7%	1.8	+160.9%	+89.4%	+193.9%	+182.5%	-313.7%
卫星	212	-8.1%	5.9	-63.8%	+5.0%	+59.6%	+45.0%	+22.0%
水下	32	+9.1%	1.2	-6.5%	+3.34%	+33.1%	-22.6%	+58.4%
电磁频谱	53	-11.7%	-1.3	-145.7%	-10.7%	+30.5%	-135.6%	+111.9%
无人装备	73	-20.5%	1.8	-24.6%	+3.0%	+108.4%	+25.8%	+51152.9%

新域新质：25H1远火放量业绩高增，各赛道后续生产交付有望加速

- 25H1远火放量摊薄费用率，毛利率下滑情况下净利率提升。受收入结构变化影响，毛利率-4.9pct，营收增长费用率摊薄，净利率+1.4pct，期间费用率-6.7pct；卫星毛利率-2.1pct，净利率-4.3pct，期间费用率+0.5pct；水下毛利率-2.5pct，净利率-0.6pct，费用率-2.2pct；电磁频谱毛利率-3.0pct，无法覆盖各项期间费用及相关减值损失，净利率-7.1pct，费用率+3.6pct；无人装备毛利率+0.9pct，净利率-0.1pct，期间费用率+1.3pct。
- 25Q2远火水下净利率修复。25Q2各赛道毛利率分别同比-5.5pct/-5.1pct/-0.9pct/-3.2pct/-1.9pct，净利率分别同比+2.8pct/-2.3pct/-1.3pct/+10.1pct/+0.7pct，远火水下净利率修复；期间费用率分别同比-10.1pct/-2.6pct/-0.2pct/+5.3pct/-2.7pct。

表29：新域新质各赛道25H1与25Q2盈利能力

25H1	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
远火	23.6%	-4.9pct	3.4%	+1.4pct	19.7%	-6.7pct
卫星	30.5%	-2.1pct	2.8%	-4.3pct	26.1%	+0.5pct
水下	27.5%	-2.5pct	3.7%	-0.6pct	19.4%	-2.2pct
电磁频谱	26.9%	-3.0pct	-2.4%	-7.1pct	30.3%	+3.6pct
无人装备	21.4%	+0.9pct	2.5%	-0.1pct	18.9%	+1.3pct
25Q2	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
远火	-5.5pct	+2.5pct	2.8pct	+20.1pct	-10.1pct	-24.7pct
卫星	-5.1pct	-6.0pct	-2.3pct	-0.8pct	-2.6pct	-8.4pct
水下	-0.9pct	+3.2pct	-1.3pct	+0.6pct	-0.2pct	-0.4pct
电磁频谱	-3.2pct	+1.9pct	-10.1pct	-1.1pct	+5.3pct	+0.0pct
无人装备	-1.9pct	-6.1pct	0.7pct	+3.7pct	-2.7pct	-11.3pct

新域新质：25H1远火放量业绩高增，各赛道后续生产交付有望加速

- 25H1各赛道存货与预付款增加，生产交付加速业绩有望高增。远火赛道合同负债较年初+29.0%，预付款项+176.6%，存货较+18.0%；卫星赛道合同负债-1.1%，预付款项+5.5%，存货+10.5%；水下赛道合同负债+13.5%，预付款项+12.1%，存货+3.9%；电磁频谱赛道合同负债+18.5%，预付款项+19.3%，存货+25.0%；无人装备赛道合同负债+2.9%，预付款项+2.6%，存货+13.3%。25H1电磁频谱在建工程11.8亿元，较年初+36.0%，固定资产36.9亿元，较年初+7.3%，持续推进产线建设。
- 25H1远火水下增加资本开支，远火卫星电磁频谱现金流改善。25H1新余国科资本性支出较24H1增加0.20亿元，长盈通资本性支出增加0.75亿元，带动远火及水下板块资本性支出增加。25H1远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备经营性净现金流分别为-7.5/-39.9/-2.9/-9.9/-51.4亿元，远火、卫星及电磁频谱赛道现金流改善，水下及无人装备赛道现金流情况不及去年同期。

表30：新域新质各赛道2025H1资产负债端情况

单位：亿元	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	4.6	29.0%	2.1	176.6%	17.18.0%		4.3	8.7%	30.1	0.8%	82.7	12.0%
卫星	54.4	-1.1%	109.9	5.5%	392.4	10.5%	40.4	5.0%	264.5	0.4%	407.5	10.2%
水下	3.9	13.5%	8.1	12.1%	38.5	3.9%	6.9	-3.8%	29.5	0.5%	70.7	2.8%
电磁频谱	9.3	18.5%	20.5	19.3%	67.6	25.0%	11.8	36.0%	36.9	7.3%	148.2	5.8%
无人装备	24.4	2.9%	47.2	2.6%	279.5	13.3%	9.9	-6.0%	69.0	-0.6%	152.6	23.0%

表31：新域新质各赛道25H1与25Q2资本性支出和经营净现金流

单位：亿元	资本性支出					经营性净现金流				
	25H1	同比	25Q2	同比	环比	25H1	去年同期	25Q2	去年同期	上一季度
远火	2.8	13.7%	1.6	39.9%	28.6%	-7.5	-16.4	-4.7	-6.0	-2.8
卫星	19.9	-1.1%	11.6	32.7%	40.2%	-39.9	-56.9	-4.3	-16.2	-35.5
水下	2.2	4.8%	1.0	-11.2%	-9.7%	-2.9	0.04	1.7	4.0	-4.6
电磁频谱	4.6	-11.2%	2.2	-15.1%	-8.1%	-9.9	-11.7	-4.4	-3.9	-5.5
无人装备	3.5	-22.3%	2.5	39.0%	161.4%	-51.4	-39.1	-25.6	-17.2	-25.8

05 关联交易与经营计划

主机厂25H1未均衡生产，下半年交付加速

- 2025H1受到交付节奏、订单节奏波动等多重因素影响，航天彩虹、中航沈飞、洪都航空等公司的关联采购执行率较低，静候下游终端客户订单下发，带动公司增加关联采购。而25H1航发控制、国博电子关联销售稳步推进，达成率接近甚至超过50%。
- 营业收入目标层面，25H1中航重机、中航光电、航天电器、内蒙一机超额完成营收目标。而中兵红箭受产品交付品种变化和需求方产品价格政策影响、中航成飞销售产品同比减少，收入不及预期目标。
- 利润目标层面，25H1中航光电、中航重机超额完成利润目标。航发动力、抚顺特钢实际利润与目标差距较大，分别是受市场需求下滑、产品价格下降影响。

表32：重要公司关联交易情况

公司简称	关联交易指标	2025预计关联交易	2025H1实际关联交易	2025H1执行率
中航沈飞	关联采购	251.6	56.3	22%
中航成飞	关联采购	308.0	104.6	34%
中航西飞	关联采购	224.9	70.0	31%
中直股份	关联采购	220.0	79.3	36%
洪都航空	关联采购	48.6	10.3	21%
航发动力	关联采购	161.0	52.3	32%
航天彩虹	关联采购	5.0	0.2	4%
中无人机	关联采购	14.0	3.6	26%
航发科技	关联销售	28.5	9.5	34%
航发控制	关联销售	43.5	21.6	50%
中航机载	关联销售	204.5	66.7	33%
中航光电	关联销售	34.4	15.8	46%
中航重机	关联销售	55.0	25.2	46%
中航高科	关联销售	42.5	16.0	38%
航天电器	关联销售	22.0	6.5	29%
航天电子	关联销售	80.0	35.3	44%
国睿科技	关联销售	30.0	13.6	45%
国博电子	关联销售	2.1	1.4	65%

表33：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	2025年营收目标	2025年H1实际	完成率
航发动力	航空产业链	主机厂	476.6	141.0	30%
中航成飞	航空产业链	主机厂	800.0	207.0	26%
中航西飞	航空产业链	主机厂	449.9	194.2	43%
航发科技	航空产业链	部件机加	44.6	16.6	37%
中航重机	航空产业链	模锻件	115.0	57.5	50%
中航高科	航空产业链	复合材料	58.0	27.5	47%
抚顺特钢	航空产业链	高温合金	85-95	38.2	40%-45%
中航光电	航空产业链	元器件	206.0	111.8	54%
航天电子	航空系统	系统配套	144.1	58.2	40%
航天电器	电子信息化	元器件	57.0	29.3	51%
振华科技	电子信息化	集成电路	57.0	24.1	42%
内蒙一机	兵器装备	主机厂	110.0	57.3	52%
中兵红箭	兵器装备	主机厂	87.0	21.9	25%
北方导航	兵器装备	系统配套	50.0	17.0	34%

表34：重要公司经营计划利润目标及完成情况

赛道	细分领域	利润指标	2025年计划	2025年H1实际	完成率
航发动力	航空产业链	归母净利润	5.9	0.9	16%
中航重机	航空产业链	利润总额	13.0	6.9	53%
中航高科	航空产业链	利润总额	13.6	7.3	53%
抚顺特钢	航空产业链	高温合金	1-3.5	-2.8	/
中航光电	航空产业链	利润总额	38.0	17.7	47%
振华科技	电子信息化	利润总额	11.5	3.6	31%
北方导航	兵器装备	系统配套	3.0	1.0	35%

06 投资建议与相关标的

- 我们认为：2025年是十四五收官和十五五布局的关键期，行业景气反转和全球军备竞赛等多重因素驱动，我国军工资产有望价值重估。建议关注军贸、新质战斗力、消耗类弹药、军工电子等投资主线及核心标的。
- 军贸：1) 航空装备：中航成飞、中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、航发动力等；2) 雷达探测及防空反无：国睿科技、航天南湖等；3) 导弹耗材：国博电子等；4) 地面装备：内蒙一机、晶品特装等。
- 新质战斗力：1) 无人装备：纵横股份、中无人机、航天彩虹、航天电子等；2) 反无装备：四川九洲等；3) 水下装备：长盈通等；4) 智能化：复旦微电、紫光国微、成都华微等。
- 消耗类弹药：高德红外、航天电器、菲利华、楚江新材、北方导航、中兵红箭、芯动联科等。
- 军工电子：1) 元器件：振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子等；2) 集成电路：振华风光等；3) 连接器：中航光电器等；4) 模块/组件：新雷能、智明达等；5) 第三方检测：苏试试验。

投资建议与重点个股推荐

表35：重点公司盈利预测与估值

板块	代码	收盘价		EPS (元)				PE			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
军贸	302132	94.64	*中航成飞	0.19	1.42	1.78	2.14	498	67	53	44
	600760	62.13	*中航沈飞	1.23	1.35	1.63	1.97	51	46	38	32
	000768	28.42	*中航西飞	0.37	0.43	0.50	0.59	77	66	57	48
	600316	41.15	洪都航空	0.05	0.35	0.73	1.28	752	118	56	32
	600893	40.23	航发动力	0.32	0.25	0.37	0.49	126	159	109	82
	600562	28.96	国睿科技	0.51	0.61	0.73	0.86	57	48	39	34
	688552	43.42	航天南湖	-0.23	0.35	0.55	0.90	-189	123	78	48
	688375	64.72	*国博电子	0.81	0.84	0.99	1.19	80	77	65	55
	600967	23.95	内蒙一机	0.29	0.42	0.50	0.60	83	57	48	40
	688084	83.37	晶品特装	-0.76	0.30	0.92	1.49	-110	278	91	56
	688070	62.00	*纵横股份	-0.41	0.13	0.59	1.10	-151	477	106	56
	688297	57.79	中无人机	-0.08	-	-	-	-722	-	-	-
	002389	25.13	航天彩虹	0.09	0.26	0.38	0.50	280	99	67	51
	600879	11.68	航天电子	0.17	0.18	0.25	0.30	70	66	48	39
新质战斗力	000801	18.46	*四川九洲	0.19	0.23	0.29	0.37	97	81	65	50
	688143	53.01	长盈通	0.15	0.55	1.03	1.63	353	96	5133	
	688385	65.11	复旦微电	0.70	0.91	1.34	1.77	93	72	49	37
	002049	83.52	紫光国微	1.40	1.95	2.68	3.53	60	43	31	24
	688709	45.88	成都华微	0.20	0.57	0.66	0.83	229	80	70	55
	002414	12.50	*高德红外	-0.10	0.16	0.21	0.28	-119	78	60	44
	002025	53.84	*航天电器	0.76	1.57	1.99	2.45	71	34	27	22
	300395	105.20	菲利华	0.61	0.98	1.41	1.78	174	108	75	59
	002171	9.89	*楚江新材	0.18	0.47	0.61	0.72	55	21	16	14
	600435	16.40	*北方导航	0.04	0.20	0.30	0.39	410	81	55	42
消耗类弹药	000519	20.95	中兵红箭	-0.24	0.19	0.54	0.90	-89	110	39	23
	688582	80.90	芯动联科	0.55	0.90	1.28	1.75	147	90	63	46
	000733	51.52	*振华科技	1.75	1.98	2.54	3.06	29	26	20	17
	603678	40.73	火炬电子	0.43	1.08	1.43	1.82	95	38	28	22
	603267	60.25	鸿远电子	0.67	1.45	2.06	2.55	90	41	29	24
	300726	39.70	宏达电子	0.68	-	-	-	59	-	-	-
	688439	61.01	*振华风光	1.61	1.57	2.37	3.38	38	39	26	18
	002179	41.96	中航光电	1.58	-	-	-	27	-	-	-
	300593	19.06	新雷能	-0.93	0.14	0.41	0.66	-20	134	47	29
	688636	38.01	智明达	0.17	0.67	1.00	1.25	219	57	38	30
军工电子	300416	19.05	*苏试试验	0.45	0.60	0.76	0.93	42	32	25	20

资料来源：iFinD，国金证券研究所（注：取2025年8月29日收盘价计算PE值，标*的为国金证券预测，其余取iFinD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。

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。

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