仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 17 日

业绩逐步回暖，基本面逻辑不改行业趋势向上

——国防军工行业 2026 半年报总结

看好

相关研究

-

证券分析师
韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com
田昕 A0230526070002
tianxin@swsresearch.com
研究支持
田昕 A0230526070002
tianxin@swsresearch.com
联系人
田昕 A0230526070002
tianxin@swsresearch.com

- **我们从业绩表现、盈利能力、营运指标等方面对军工行业 2025 年报及 2026 年半年报进行了分析总结，并通过横向、纵向、静态和动态等视角阐明了军工行业在边际上仍在发生重要的变化。**
- **从收入利润表现来看：行业业绩承压后逐步回暖，板块业绩略有分化，各产业链业绩有序传导。**1）2025 年和 2026H1 军工行业归母净利润同比上升 6%和 30.16%；2）分装备板块来看，各板块业绩有所分化，2025 年航海和航空板块归母净利润分别同比增长 56.5%和下降 12.4%，2026H1 分别同比增长 129.1%和下降 25.0%。3）分产业链环节来看，受产品交付节奏及价格波动影响，各环节业绩有所分化，2025 年上/中/下游归母净利润同比增长-26.7%/14.3%/34.6%，2026H1 分别为-20.8%/14.8%/85.0%。
- **从盈利能力来看：各装备板块和产业链各环节盈利能力略有下降。**1）军工行业整体毛利率、净利率 2025 年分别为 17.38%/4.02%，2026H1 分别为 20.10%/6.67%，2026H1 净利率和毛利率较同期均有所上升，未来随着规模效应显现，盈利能力持续上升；2）分装备板块来看，军工电子盈利能力行业领先，2025 年毛利率和净利率分别为 35.48%和 4.79%，2026H1 分别为 35.77%和 9.44%，维持较高水平，其余板块毛利率和净利率小幅波动；3）分产业链环节来看，产业链整体盈利能力略有下降，上中游盈利能力较强，毛利率和净利率 2025 年分别为 29.82%/8.59%和 20.76%/2.46%，下游总装毛利率小幅上升。随着下游需求释放扩大规模效应叠加降本增效显著，行业盈利能力有望不断提升。
- **从营运指标来看：行业营运指标整体稳定，景气度有保障。**1）军工行业整体存货、应付票据及应付账款、预收账款及合同负债表现分化，2025 年同比增长分别为 4.91%/10.06%/5.63%，2026H1 分别为 13.57%/14.93%/37.37%，营运指标整体稳定，业绩保障基础扎实，行业景气度有望持续；2）分装备板块看，预收账款及合同负债增速分化明显，2025 年军工电子和地面兵装同比增长分别为 45.12%和 33.84%，航空装备则有所回落；2026H1 多数板块恢复增长，航海装备同比增长 88%，航空装备仍处深度调整；3）分产业链环节来看，预收账款及合同负债 2025 年上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比增速分别为 6.33%/1.57%/6.61%，2026H1 分别为-1.47%/-20.54%/69.65%，下游环节提升明显。
- **关注军工行业内需增长带动基本面向上相关投资机会，与技术外延催化的新兴领域主题投资。1、内需：**1）智能化/信息化：军工智能化进入 0 到 1 阶段；2）无人装备与反无系统：作战体系升级引领装备变革；3）两机产业：军发-商发-燃机三重逻辑共振；4）消耗类武器：高消耗属性支撑增长韧性。**2、外延：**1）军贸：内外双驱开创军贸新格局，中国军贸进入新时刻；2）商业航天：“航天强国”写入国家规划叠加可复用技术革新，深空经济迎高速发展；3）大飞机：国之重器，国产替代持续推进；4）低空经济：会议指引叠加政策落地，蓄力先进制造新动能；5）可控核聚变：中国领航开启聚变元年，招投标加速释放；6）深海科技：深海科技战略升级，产业化进程加速。
- **重点关注标的：1）主机厂：**中航沈飞、中航西飞、航发动力；**2）军贸：**国睿科技、航天南湖、睿创微纳、国科天成；**3）信息化：**海格通信、国博电子、七一二；**4）军工外溢：**菲利华、长盈通、新雷能、中航光电、隆达股份等

风险提示：需求节奏不及预期；订单落地进度不及预期；研制及批产节奏不及预期

申万宏源研究微信服务号

仅供内部参考，请勿外传！

投资案件

结论和投资分析意见

我们从收入和利润、盈利能力、营运指标等方面对军工行业 2025 年度报告及 2026 中报进行了分析总结，通过横向、纵向、静态和动态等视角阐明了军工行业在边际上仍在发生重要的变化。

关注军工行业内需增长带动基本面向上相关投资机会，与技术外延催化的新兴领域主题投资。1、内需：1）智能化/信息化：军工智能化进入 0 到 1 阶段；2）无人装备与反无系统：作战体系升级引领装备变革； 3）两机产业：军发-商发-燃机三重逻辑共振；4）消耗类武器：高消耗属性支撑增长韧性。2、外延： 1）军贸：内外双驱开创军贸新格局，中国军贸进入新时刻；2）商业航天：“航天强国”写入国家规划叠加可复用技术革新，深空经济迎高速发展；3）大飞机：国之重器，国产替代持续推进；4）低空经济：会议指引叠加政策落地，蓄力先进制造新动能；5）可控核聚变：中国领航开启聚变元年，招投标加速释放；6）深海科技：深海科技战略升级，产业化进程加速。

重点关注标的：1）主机厂：中航沈飞、中航西飞、航发动力；2）军贸：国睿科技、航天南湖、睿创微纳、国科天成；3）信息化：海格通信、国博电子、七一二；4）军工外溢：菲利华、长盈通、新雷能、中航光电、隆达股份等

原因与逻辑

1）军工行业市场空间有望不断打开。短中期，我国先进装备补量与提质正加速进行中；中长期，深化军民融合，促进国防建设与经济发展的良性互动，将助力军工行业长期可持续快速成长。

2）军工行业盈利能力有望不断提升。短中期，管理改善、规模效应增强，降低企业成本；中长期，定价改革、内需军贸双驱，打开企业盈利上限。

有别于大众的认识

军工行业短期业绩承压后已逐步回暖，长期增长趋势明确。市场此前担忧的压制因素正伴随订单落地、盈利能力改善而逐步化解，行业景气度持续兑现可期。我们分析认为，尽管过往部分企业受产品批产交付节奏等因素影响，业绩阶段性不及预期，但军工行业整体订单规模保持稳健，业绩正持续兑现，行业已逐步走出底部。展望未来，我们认为三大逻辑凸显军工行业投资价值：1）从短期来看，行业内部生产节奏开始有序恢复，随着多领域订单持续落地，已逐渐走出业绩底部，业绩未来有望持续增长；2）从长期来看，国家对国防建设的需求正在发生积极变化，预计随着短中期装备补量提质，中长期新装备不断研发、军贸不断拓展以及军民融合不断深化，这些都将保障军工行业长期可持续快速发展；3）规模效应、管理改善、定价改革、改革重组等多项举措助力行业盈利能力稳步提升，军工行业的高景气度有望持续兑现至业绩。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1.行业业绩短期承压后逐步回暖，长期增长趋势明确 7

1.1 军工行业营收及归母同比上升，业绩逐步改善 7
1.2 2026 中报毛利率和净利率略有上升，行业盈利能力稳步改善 9
1.3 行业基本面长期向好趋势不改，营运指标反映前期订单加速交付 9

2. 收入与利润：板块业绩有所分化，产业链业绩有序传导 11

2.1 各板块业绩有所分化，航海增速领先，航空贡献居首 11
2.2 下游主机厂环节营收阶段性调整，产业链业绩传导有序 13

3. 盈利指标：军工整体盈利能力短暂承压 16

3.1 板块整体盈利能力略有下降，军工电子盈利能力行业领先 16
3.2 产业链整体盈利能力略有下降，中上游盈利能力较强 18

4. 营运指标：行业营运指标整体稳定，景气度有保障 20

4.1 各板块营运指标有所分化，航海装备板块表现亮眼 20
4.2 产业链各环节景气度有序传导，结构件/分系统环节营运指标较为突出 23

5. 重点公司估值表 27

6. 风险提示 28

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：国防军工行业各装备板块公司家数分布情况 7
图 2：国防军工行业各产业链公司家数分布情况 7
图 3：2025 年业绩实现同比增加或扭亏的军工标的数量合计占比约为 41% 7
图 4：2026H1 业绩实现同比增加或扭亏的军工标的数量合计占比约为 34% 7
图 5：国防军工行业近五年年报营收及同比增速 8
图 6：国防军工行业近五年中报营收及同比增速 8
图 7：国防军工行业近五年年报归母净利润及同比增速 8
图 8：国防军工行业近五年中报归母净利润及同比增速 8
图 9：国防军工行业近五年年报毛利率及净利率情况 9
图 10：国防军工行业近五年中报毛利率及净利率情况 9
图 11：国防军工行业近五年年报存货及同比增速 9
图 12：国防军工行业近五年中报存货及同比增速 9
图 13：国防军工行业近五年年报应付票据和应付账款及同比增速 10
图 14：国防军工行业近五年中报应付票据和应付账款及同比增速 10
图 15：国防军工行业近五年年报预收账款和合同负债及同比增速 10
图 16：国防军工行业近五年中报预收账款和合同负债及同比增速 10
图 17：2025 年航空装备板块营收占比 48% 11
图 18：2026H1 航海装备板块营收占比 39% 11
图 19：2025 年航空装备板块归母净利润占比 53% 11
图 20：2026H1 航海装备板块归母净利润占比 52% 11
图 21：2025 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 12
图 22：2026H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 12
图 23：2025 年各装备板块营收、归母净利润增速对比 12
图 24：2026H1 各装备板块营收、归母净利润增速对比 12
图 25：2025 年下游总装环节的营收占比为 47% 13
图 26：2026H1 下游总装环节的营收占比为 48% 13
图 27：2025 年上游原材料/元器件环节归母净利润占比为 27% 14

仅供内部参考，请勿外传！

图 28：2026H1 结构件/分系统环节归母净利润占比为 27%.....14
图 29：2025 年产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 14
图 30：2026H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况.....14
图 31：2025 年产业链各环节营收、归母净利润增速对比 15
图 32：2026H1 产业链各环节营收、归母净利润增速对比.....15
图 33：2025 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况.....16
图 34：2026H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 16
图 35：2025 年各装备板块毛利率和净利率对比 16
图 36：2026H1 各装备板块毛利率和净利率对比 16
图 37：国防军工行业各装备板块近五年毛利率 17
图 38：国防军工行业各装备板块近五年中报毛利率.....17
图 39：国防军工行业各装备板块近五年净利率 17
图 40：国防军工行业各装备板块近五年中报净利率.....17
图 41：2025 年产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况.....18
图 42：2026H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况 18
图 43：2025 年产业链各环节毛利率和净利率有序传导.....18
图 44：2026H1 产业链各环节毛利率和净利率有序传导 18
图 45：国防军工行业上中下游各环节近五年毛利率情况.....19
图 46：国防军工行业上中下游各环节近五年中报毛利率情况.....19
图 47：国防军工行业上中下游各环节近五年净利率情况.....19
图 48：国防军工行业上中下游各环节近五年中报净利率情况.....19
图 49：军工行业各板块 2025 年存货占比.....20
图 50：军工行业各板块 2026H1 存货占比 20
图 51：军工行业各板块 2025 年预收账款及合同负债占比 21
图 52：军工行业各板块 2026H1 预收账款及合同负债占比.....21
图 53：军工行业各板块 2025 年应付票据及应付账款占比 21
图 54：军工行业各板块 2026H1 应付票据及应付账款占比.....21
图 55：军工行业各板块近五年存货变化（单位：亿元）.....21
图 56：军工行业各板块近五年中报存货变化（单位：亿元）.....21
图 57：军工行业各板块近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元）.....21

仅供内部参考，请勿外传！

图 58：军工行业各板块近五年中报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）.....21
图 59：军工行业各板块近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元）.....22
图 60：军工行业各板块近五年中报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）.....22
图 61：军工行业产业链 2025 年存货占比.....24
图 62：军工行业产业链 2026H1 存货占比.....24
图 63：军工行业产业链 2025 年预收账款及合同负债占比.....24
图 64：军工行业产业链 2026H1 预收账款及合同负债占比.....24
图 65：军工行业产业链 2025 年应付票据及应付账款占比.....24
图 66：军工行业产业链 2026H1 应付票据及应付账款占比.....24
图 67：军工行业产业链近五年存货变化（单位：亿元）.....25
图 68：军工行业产业链近五年中报存货变化（单位：亿元）.....25
图 69：军工行业产业链近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元）.....25
图 70：军工行业产业链近五年中报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）.....25
图 71：军工行业产业链近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元）.....25
图 72：军工行业产业链近五年中报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）.....25

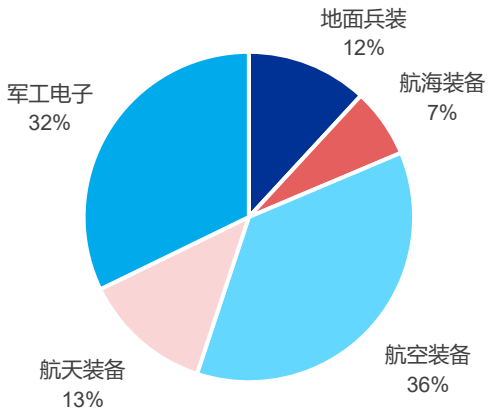
表 1：国防军工行业各装备板块营收增速情况.....13
表 2：国防军工行业各装备板块归母净利润增速情况.....13
表 3：军工行业各环节营收增速情况.....15
表 4：军工行业各环节归母净利润增速情况.....16
表 5：2026H1 航海装备板块预收账款及合同负债实现高速增长.....22
表 6：2026H1 航海装备板块存货增速居前.....23
表 7：2026H1 航海装备板块增速居前.....23
表 8：产业链各环节 2025 年及 2026H1 预收账款及合同负债表现分化.....26
表 9：国防军工行业产业链上游原材料/元器件在 2025 年实现较快增长.....26
表 10：国防军工行业产业链各环节 2025 年应付票据及应付账款增速放缓.....26
表 11：重点公司估值表.....27

仅供内部参考，请勿外传！

1.行业业绩短期承压后逐步回暖，长期增长趋势明确

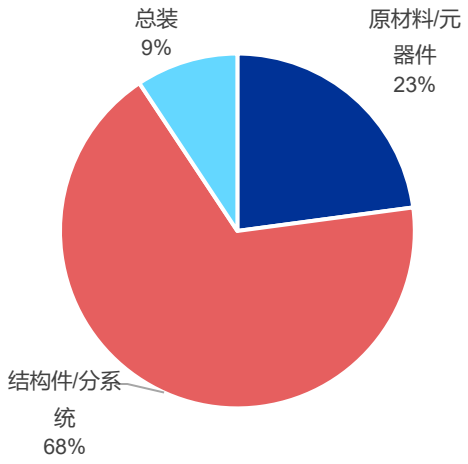
根据公司军品业务占比、业务核心度以及军民业务协同性等指标，我们在申万国防军工指数成分股的基础上选取分布于军工产业链上中下游以及各个军工细分板块的 118 家标的作为本次分析的样本。按装备板块分，航空装备 43 家（占比为 36%）、航天装备 15 家（占比为 13%）、航海装备 8 家（占比为 7%）、地面兵装 14 家（占比为 12%）以及军工电子 38 家（占比为 32%）；按产业链上下游分，上游的原材料/元器件 27 家（占比为 23%）、中游结构件/分系统 80 家（占比为 68%）以及下游总装 11 家（占比为 9%）。

图 1：国防军工行业各装备板块公司家数分布情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 2：国防军工行业各产业链公司家数分布情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

1.1 军工行业营收及归母同比上升，业绩逐步改善

2025 及 2026H1 业绩实现同比上升或扭亏的军工标的数量合计占比为 41%和 34%。据统计，2026H1，118 家军工标的中有 40 家公司归母净利润实现同比增长或扭亏，有 53 家公司归母净利润实现同比下降或由盈转亏，军工行业大部分企业 2026H1 业绩短暂承压。

图 3：2025 年业绩实现同比增加或扭亏的军工标的数量合计占比约为 41%

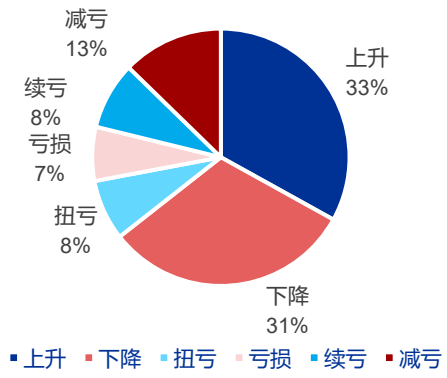
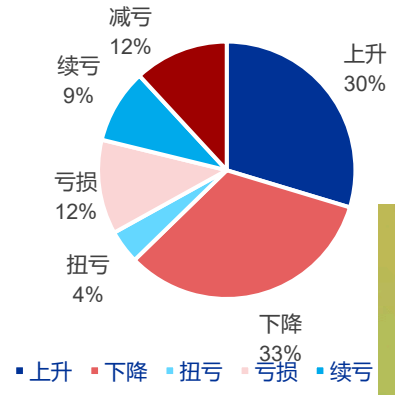


图 4：2026H1 业绩实现同比增加或扭亏的军工标的数量合计占比约为 34%



仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：iFinD、申万宏源研究

资料来源：iFinD、申万宏源研究

受订单及确收节奏影响，军工行业 2025 年及 2026H1 营收同比分别上升 8.5%和 4.88%。军工行业 2025 年实现营收 7389 亿元，2026H1 实现营收 3244 亿元。2022H1-2026H1CAGR 为 7.6%，其中 2022H1-2026H1 的同比增速分别为 17.59%、12.49%、6.55%、6.63%和 4.88%，我们预计未来行业需求修复加速将带动营收持续增长。

图 5：国防军工行业近五年年报营收及同比增速

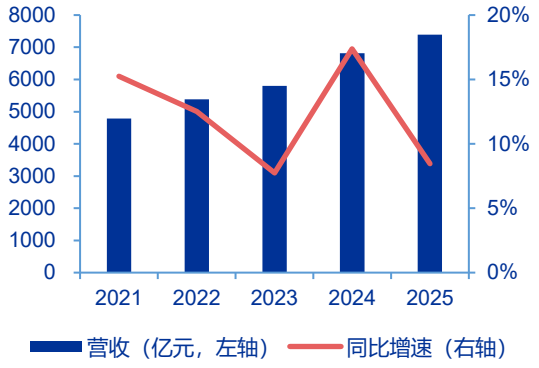
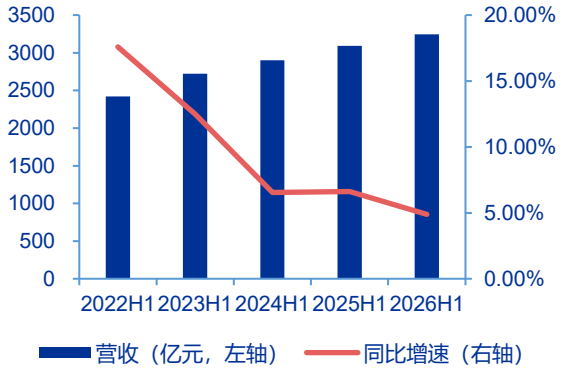


图 6：国防军工行业近五年中报营收及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业 2025 及 2026H1 归母净利润分别同比上升 6%和 30.16%，业绩逐步改善。军工行业 2025 年实现归母净利润 297 亿元（yoy+6%），军工行业 2026H1 实现归母净利润 216 亿元（yoy+30.16%），其中 2022H1-2026H1 的同比增速分别为 14.94%、6.05%、-7.67%、-15.53%和 30.16%，其中主要系航海板块需求持续释放。2026 年以来，随着下游需求回暖及规模效应逐步释放，业绩有望逐渐修复。

图 7：国防军工行业近五年年报归母净利润及同比增速

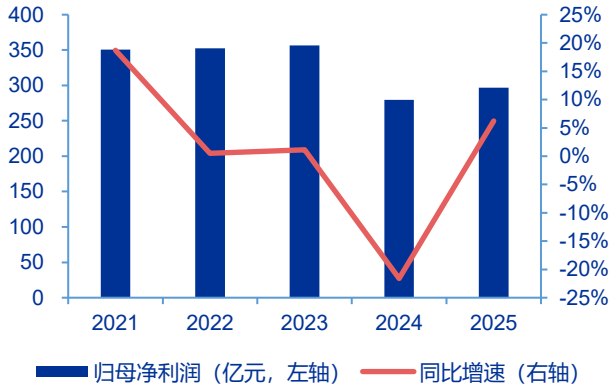
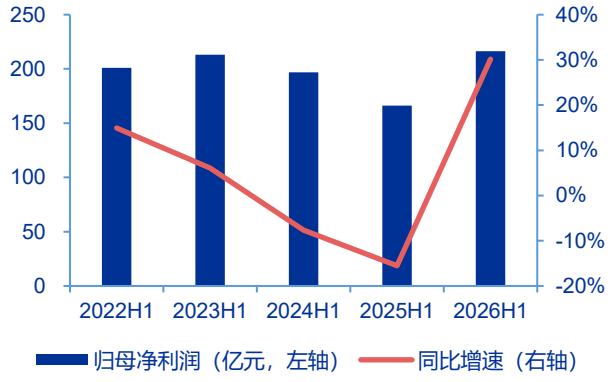


图 8：国防军工行业近五年中报归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

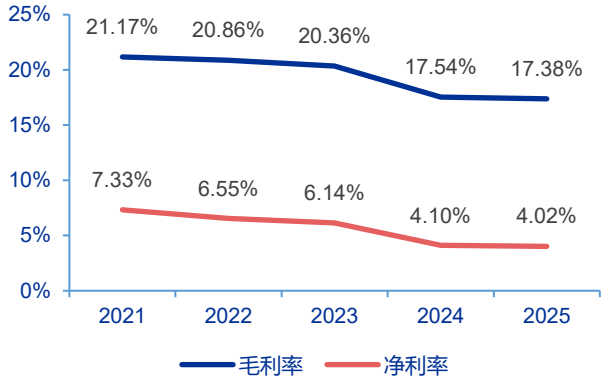
资料来源：iFinD、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

1.2 2026 中报毛利率和净利率略有上升，行业盈利能力稳步改善

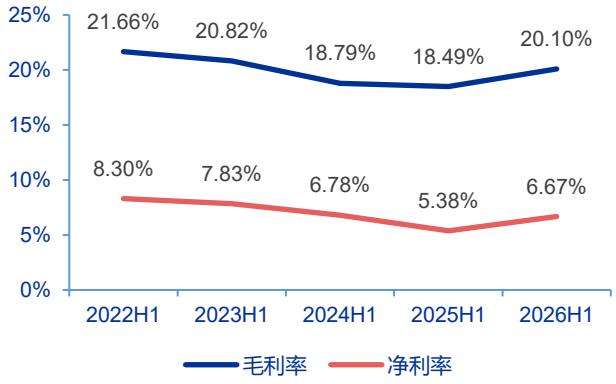
军工行业 2025 年毛利率及净利率较 2024 年略有下降，2026H1 稳步增长。1）从毛利率来看，从 2024 年的 17.54%下降 0.16pcts 至 2025 年的 17.38%，2026H1 较 2025H1 增加 1.6pcts 至 20.10%；2）从净利率来看，军工行业净利率水平基本稳定。从 2024 年的 4.10%减少 0.08pcts 至 2025 年的 4.02%，2026H1 较 2025H1 增加 1.30pcts 至 6.67%。

图 9：国防军工行业近五年年报毛利率及净利率情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 10：国防军工行业近五年中报毛利率及净利率情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

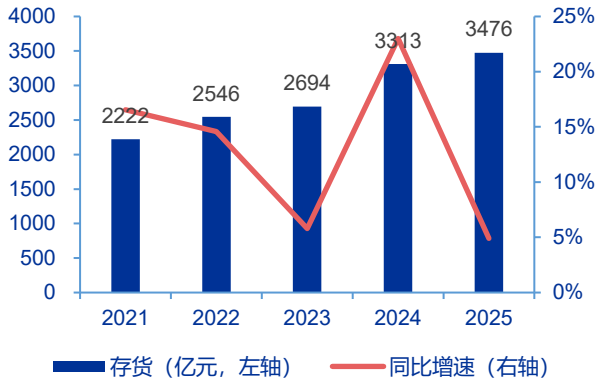
1.3 行业基本面长期向好趋势不改，营运指标反映前期订单加速交付

应付票据及应付账款略有增长维持高位，存货，合同负债及预收账款出现上升。军工行业 2025 年应付票据及应付账款为 4731 亿元，较上年同期增长 10.06%，应付票据及应付账款有所提升，表明军工行业为满足下游订单生产的采购维持高位。军工行业 2025 年存货 3476 亿元，较上年同期增加 4.91%；预收账款和合同负债为 2209 亿元，较上年同期增加 5.63%，表明下游需求持续回暖，客户预付款项小幅增加，企业积极备货以应对充足在手订单，经营景气度持续改善。

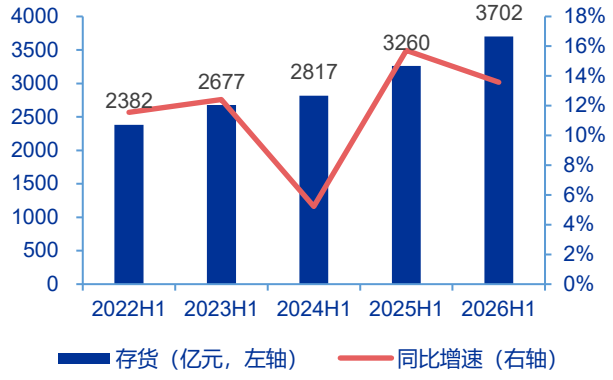
图 11：国防军工行业近五年年报存货及同比增速

图 12：国防军工行业近五年中报存货及同比增速

仅供内部参考，请勿外传！

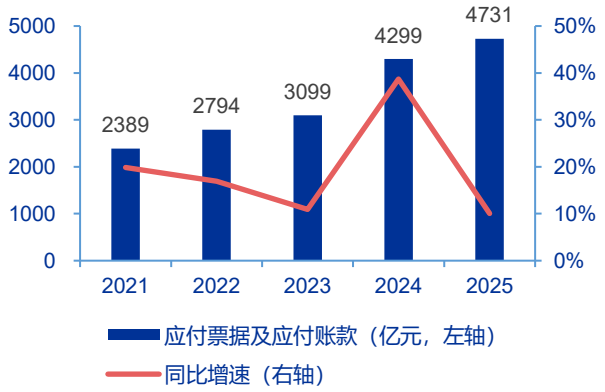


资料来源：iFinD、申万宏源研究



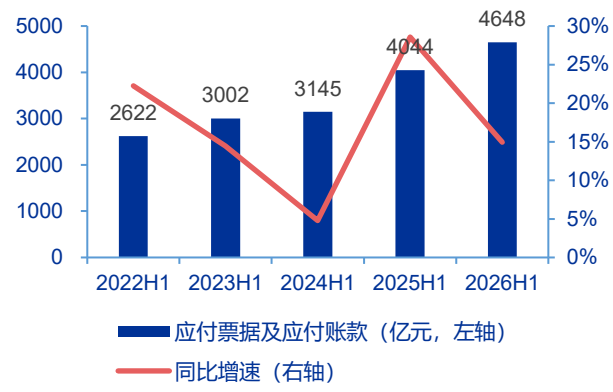
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 13：国防军工行业近五年年报应付票据和应付账款及同比增速



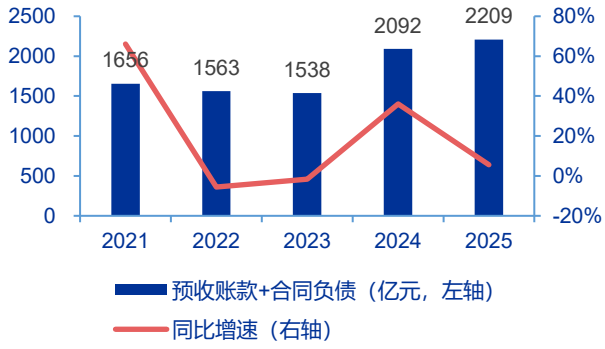
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 14：国防军工行业近五年中报应付票据和应付账款及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 15：国防军工行业近五年年报预收账款和合同负债及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 16：国防军工行业近五年中报预收账款和合同负债及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

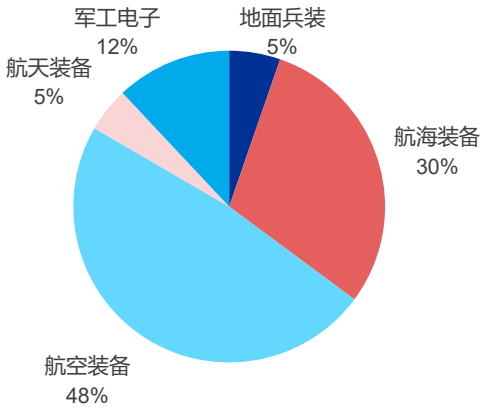
仅供内部参考，请勿外传！

2. 收入与利润：板块业绩有所分化，产业链业绩有序传导

2.1 各板块业绩有所分化，航海增速领先，航空贡献居首

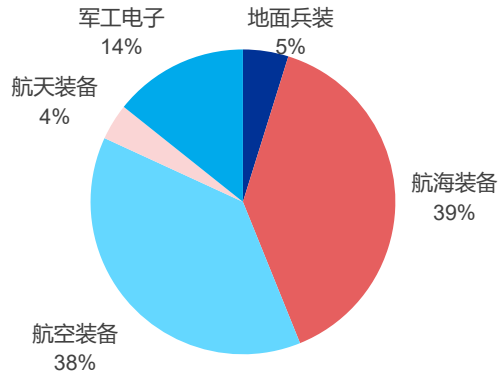
2025 年航空板块对行业营收和归母净利润的贡献最大，占比分别为 48%和 53%，2026H1 航海板块对行业营收和归母净利润的贡献最大，占比分别为 39%和 52%。2026H1，按细分板块营收占比统计，航海装备板块对军工行业的营收贡献最大，其次是航空装备板块。按细分板块归母净利润占比统计，航海装备板块对军工行业的归母净利润贡献最大，航空板块次之。营收与归母净利润结构不同主要系行业净利率差异所致。

图 17：2025 年航空装备板块营收占比 48%



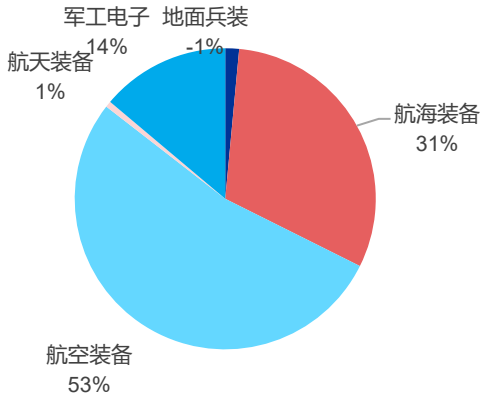
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 18：2026H1 航海装备板块营收占比 39%



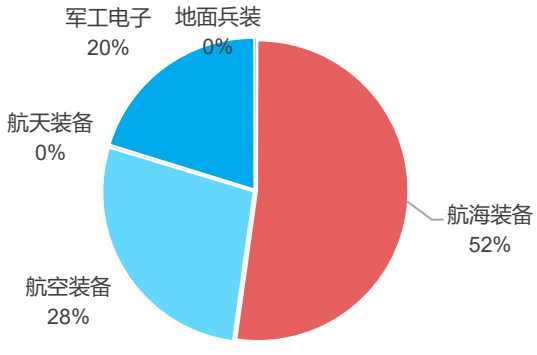
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 19：2025 年航空装备板块归母净利润占比 53%



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 20：2026H1 航海装备板块归母净利润占比 52%



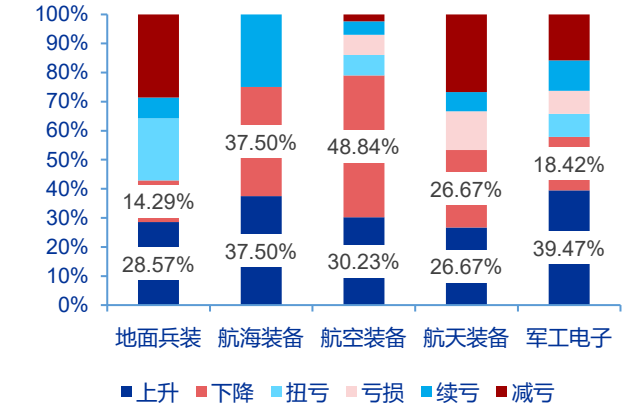
资料来源：iFinD、申万宏源研究

超半数企业 2025 年及 2026H1 业绩短暂承压，航海板块业绩增速靠前，各板块业绩有所分化。1）从板块归母净利润同比增减数据看，2025 年实现同比增长或扭亏的公司数量占比约为 41%，2026H1 约为 34%，板块业绩仍有所分化。地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子归母净利润实现同比增长的公司数量占比，2025 年分别为

仅供内部参考，请勿外传！

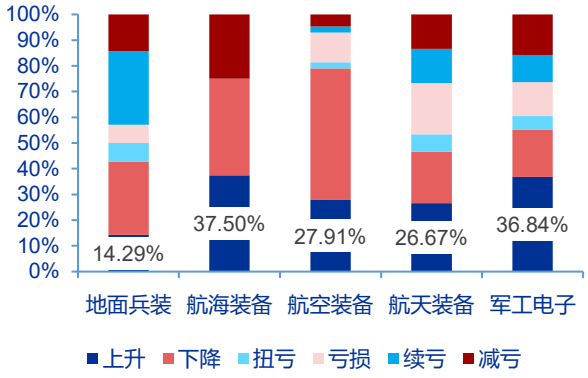
28.57%/37.50%/30.23%/26.67%/39.47%，2026H1 分别为 14.29%/37.5%/27.91%/26.67%/36.84%。2）从板块营收和归母净利润的增速看，航海装备板块增速较快，航空装备板块业绩呈现波动状态，板块业绩有所分化。地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子营收同比增速，2025 年分别为 28.1%/13.1%/4.5%/3.7%/8.7%，2026H1 分别为-1.6%/20.4%/-7.8%/-7.7%/13.3%，归母净利润同比增速 2025 年分别为 78.4%/56.5%/-12.4%/-78.9%/-6.1%，2026H1 分别为-97.2%/129.1%/-25%/-96.3%/50.1%。

图 21：2025 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



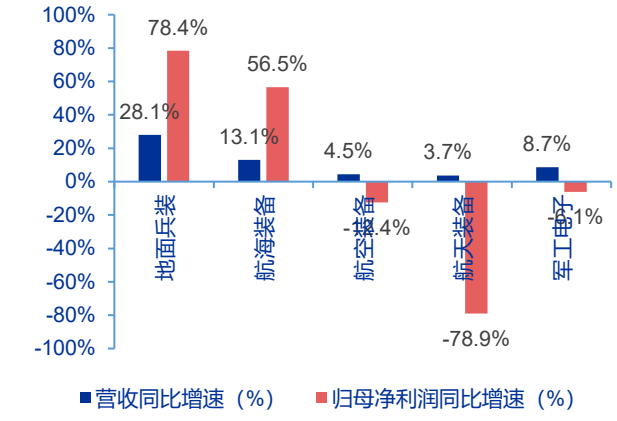
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 22：2026H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



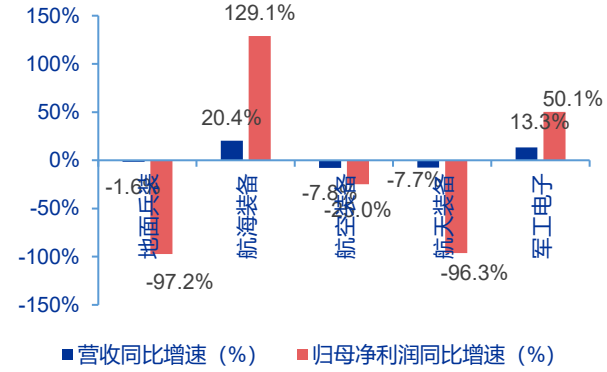
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 23：2025 年各装备板块营收、归母净利润增速对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 24：2026H1 各装备板块营收、归母净利润增速对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

航海装备在军工行业各板块 2025 年及 2026H1 营收中增速靠前。军工行业 2025 年营收同比上升 8.5%，军工行业近五年营收同比增速略有波动，但整体仍维持正增长。地面兵装/航海装备/航空装备/航天装备/军工电子 2025 年营收增速分别为 28.1%/13.1%/4.5%/3.7%/8.7%，2026H1 分别为-1.6%/20.4%/-7.8%/-7.7%/13.3%。随着军队和国防建设现代化进程加速推进，预计航空、航天、航海、和军工电子等高景气赛道营收有望恢复增长。

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：国防军工行业各装备板块营收增速情况

行业板块	年报营业收入同比增速（%）						中报营业收入同比增速（%）					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
地面兵装	11.4%	7.7%	-7.1%	-20.6%	-11.8%	28.1%	18.2%	8.7%	-17.9%	-21.4%	20.1%	-1.6%
航海装备	-0.9%	12.2%	3.0%	18.5%	50.2%	13.1%	13.4%	-0.8%	23.4%	15.9%	61.3%	20.4%
航空装备	12.3%	17.5%	21.5%	10.2%	22.4%	4.5%	27.0%	29.9%	14.6%	19.6%	-15.3%	-7.8%
航天装备	6.2%	10.4%	9.8%	2.2%	-21.6%	3.7%	21.9%	12.9%	3.6%	-23.5%	-8.5%	-7.7%
军工电子	16.4%	21.2%	14.5%	4.1%	-14.3%	8.7%	39.1%	17.7%	13.6%	-18.5%	4.9%	13.3%
行业增速	9.0%	15.2%	12.5%	7.7%	17.4%	8.5%	24.3%	17.6%	12.5%	6.5%	6.6%	4.9%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

各板块业绩增长略有分化，2025 年和 2026H1 归母净利润同比上升 6.2%和 30.2%，航海装备板块增速最快。地面兵装/航海装备/航空装备/航天装备/军工电子 2025 年业绩增速分别为 78.4%/56.5%/-12.40%/-78.9%/-6.1%，2026H1 分别为-97.2%/129.1%/-25.0%/-96.3%/50.1%。

表 2：国防军工行业各装备板块归母净利润增速情况

行业板块	年报归母净利润同比增速（%）						中报归母净利润同比增速（%）				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
地面兵装	39.4%	-12.1%	-19.3%	-113.6%	-491.2%	78.4%	21.4%	-62.1%	-62.1%	-2.7%	-97.2%
航海装备	-26.0%	-11.8%	-65.1%	570.7%	57.6%	56.5%	-18.0%	33.0%	124.3%	137.9%	129.1%
航空装备	24.6%	36.5%	11.1%	8.0%	-1.3%	-12.4%	16.9%	20.8%	17.1%	-36.7%	-25.0%
航天装备	152.5%	6.5%	0.2%	-34.4%	-48.5%	-78.9%	16.7%	-14.6%	-35.6%	-32.1%	-96.3%
军工电子	74.0%	18.4%	1.1%	-2.9%	-61.0%	-6.1%	15.1%	6.8%	-48.5%	-25.9%	50.1%
行业增速	40.1%	18.7%	0.5%	1.1%	-21.6%	6.2%	14.9%	6.0%	-7.7%	-15.5%	30.2%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

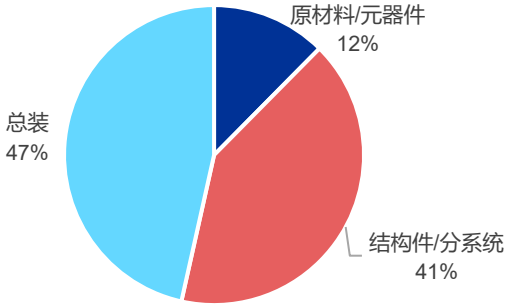
2.2 下游主机厂环节营收阶段性调整，产业链业绩传导有序

总装环节营收占比近半，中、上游环节净利润占比大。118 家军工标的按产业链环节营收占比统计，下游总装环节营收占据行业营收总和比例最大，2025 年为 47%，2026H1 为 48%。按产业链环节归母净利润占比统计，上游原材料/元器件和中游结构件/分系统环节占据军工行业整体归母净利润比例较小，2025 年占比分别为 27%和 25%，2026H1 占比分别为 19%和 27%。营收与归母净利润结构不同，主要系行业净利率差异所致。

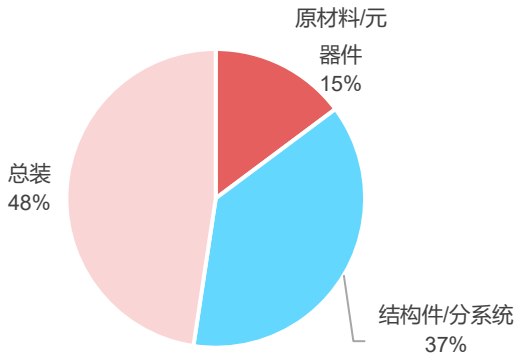
图 25：2025 年下游总装环节的营收占比为 47%

图 26：2026H1 下游总装环节的营收占比为 48%

仅供内部参考，请勿外传！

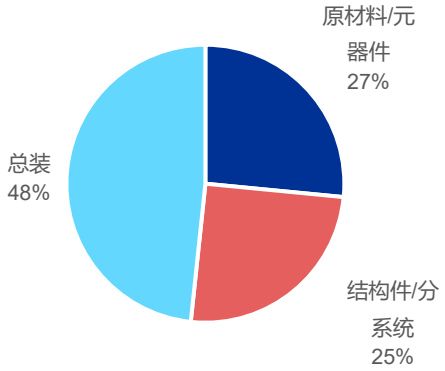


资料来源：iFinD、申万宏源研究



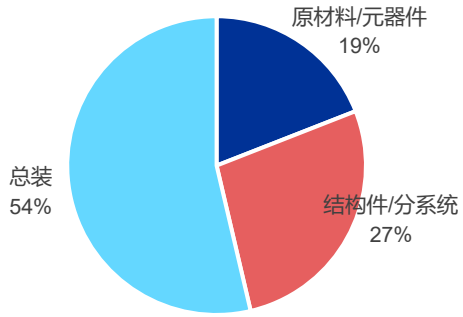
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 27：2025 年上游原材料/元器件环节归母净利润占比为 27%



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 28：2026H1 结构件/分系统环节归母净利润占比为 27%



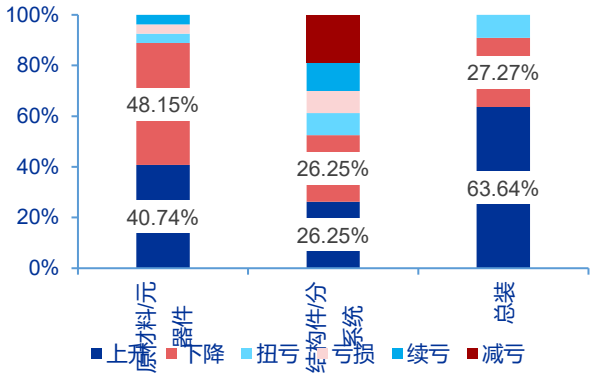
资料来源：iFinD、申万宏源研究

2025 年军工行业产业链整体业绩暂时承压，下游总装环节归母净利润保持增长，营收也同步增长。从产业链归母净利润同比增减家数看，产业链各环节大部分企业均出现了暂时的下降，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比上升的公司数量占比，2025 年分别为 40.74%/26.25%/63.64%，2026H1 分别为 44.44%/22.50%/45.45%。从产业链营收和归母净利润的增速看，下游环节 2025 年营收及归母净利润增速为 6.8%和 34.6%，2026H1 为 9.4%和 85%；上游元器件/原材料环节营收和归母净利润或受传导节奏影响有所下降，2025 年营收及归母净利润增速分别为 5.7%和-26.7%，2026H1 为 5.8%和-20.8%；中游结构件/分系统环节 2025 年营收及归母净利润增速分别为 11.3%和 14.3%，2026H1 为-0.6%和 14.8%。

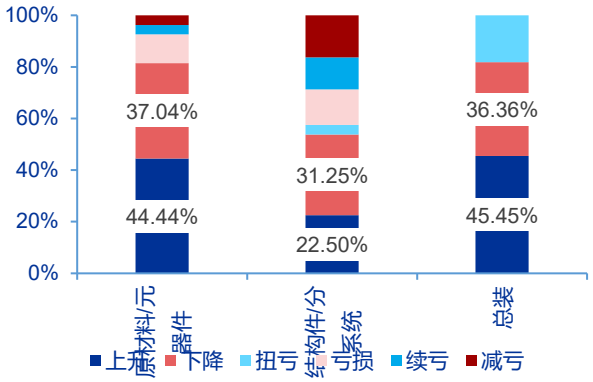
图 29：2025 年产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况

图 30：2026H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况

仅供内部参考，请勿外传！

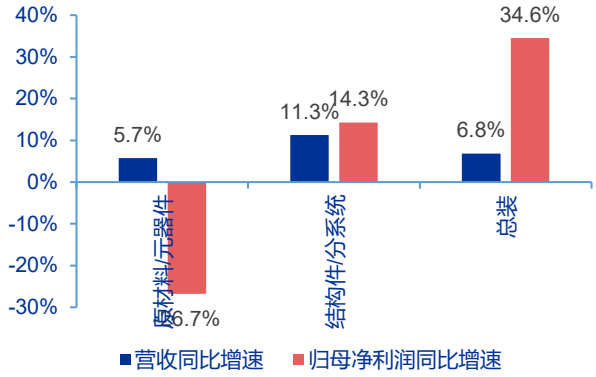


资料来源：iFinD、申万宏源研究



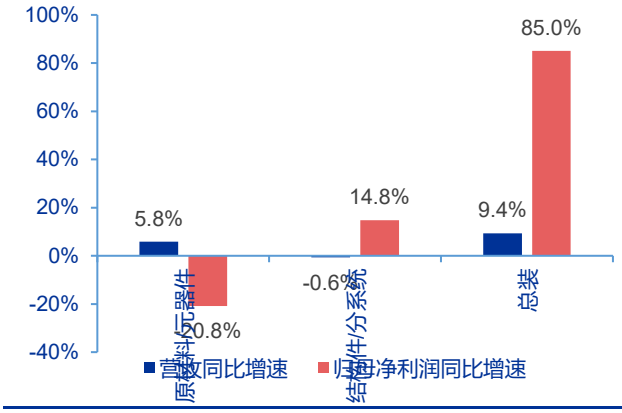
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 31：2025 年产业链各环节营收、归母净利润增速对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 32：2026H1 产业链各环节营收、归母净利润增速对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链各环节营收表现分化，下游环节阶段性承压。 军工行业 2025 年和 2026H1 营收分别同比增长 8.5%和 4.9%，分产业链环节看，2025 年上游、中游和总装环节营收增速分别为 5.7%/11.3%/6.8%，2026H1 分别为 5.8%/-0.6%/9.4%。预计未来随着大额订单有序执行及产品价格趋稳，下游环节营收有望恢复，产业链整体营收延续增长态势。

表 3：军工行业各环节营收增速情况

行业板块	年报营业收入同比增速（%）						中报营业收入同比增速（%）				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
原材料/元器件	14.8%	26.8%	16.7%	9.1%	-5.4%	5.7%	24.3%	12.6%	-9.5%	6.0%	5.8%
结构件/分系统	6.6%	15.6%	17.3%	4.1%	18.5%	11.3%	24.5%	9.8%	22.5%	-8.2%	-0.6%
总装	9.4%	11.6%	6.9%	10.7%	24.5%	6.8%	9.2%	15.1%	-1.9%	24.4%	9.4%
行业增速	9.0%	15.2%	12.5%	7.7%	17.4%	8.5%	17.6%	12.5%	6.5%	6.6%	4.9%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链 2025 年及 2026H1 总装环节归母净利润表现较好。军工行业 2025 年和 2026H1 归母净利润分别同比上升 6.2%和 30.2%，我们分析认为受产品价格波动及产品结构优化影响，费用刚性支出增长对利润增幅有所稀释。分产业链环节看，上游原材料/元

仅供内部参考，请勿外传！

器件环节 2025 年和 2026H1 归母净利润分别同比下降 26.7%和 20.8%；中游结构件/分系统环节归母净利润 2025 年和 2026H1 分别同比上升 14.3%和 14.8%；下游总装环节 2025 年和 2026H1 归母净利润分别同比上升 34.6%和 85.0%。随着后续产品价格趋稳叠加降本增效深化，预计军工行业全年业绩有望持续增长。

表 4：军工行业各环节归母净利润增速情况

行业板块	年报归母净利润同比增速（%）					中报归母净利润同比增速（%）				
	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
原材料/元器件	42.0%	20.3%	6.1%	-27.2%	-26.7%	33.0%	6.4%	-24.8%	-21.0%	-20.8%
结构件/分系统	11.9%	-13.7%	-27.2%	-39.2%	14.3%	4.9%	-3.3%	1.0%	-37.4%	14.8%
总装	4.5%	2.7%	54.0%	5.2%	34.6%	5.4%	28.1%	10.5%	28.6%	85.0%
总增速	18.7%	0.5%	1.1%	-21.6%	6.2%	14.9%	6.0%	-7.7%	-15.5%	30.2%

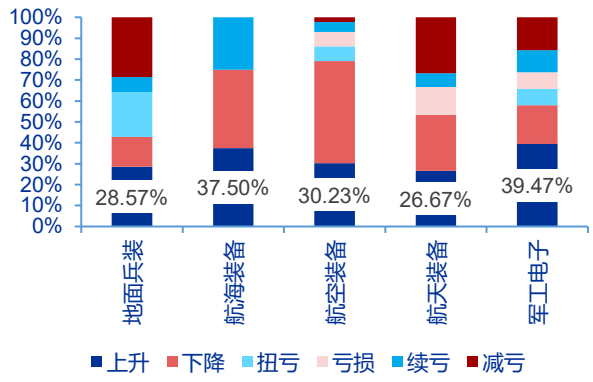
资料来源：iFinD、申万宏源研究

3. 盈利指标：军工整体盈利能力短暂承压

3.1 板块整体盈利能力略有下降，军工电子盈利能力行业领先

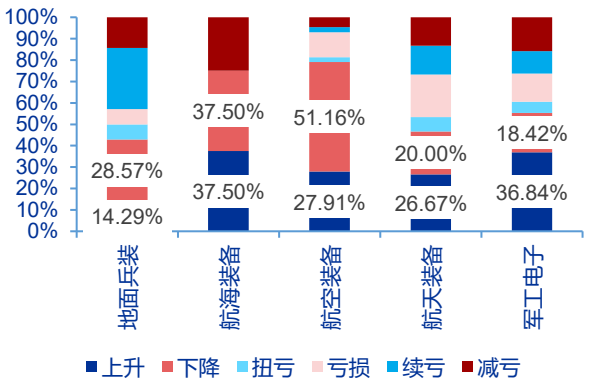
各板块大部分企业盈利能力有所回落，军工电子板块盈利能力行业领先。1）从净利润同比增减的企业家数占比来看，各板块大部分企业归母净利润略有下降。地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子归母净利润实现同比上升的公司数量占比 2025 年分别 28.57%/37.5%/30.23%/26.67%/39.47%，2026H1 为 14.29%/37.5%/27.91%/26.67%/36.84%。2）从板块毛利率和净利率来看，军工电子板块毛利率及净利率行业领先，地面兵装板块毛利率和净利率有待提升。军工电子板块毛利率和净利率 2025 年分别为 35.48%和 4.79%，维持较高水平。

图 33：2025 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 34：2026H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况

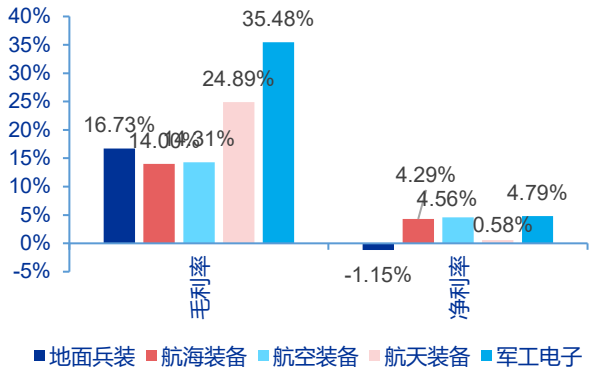


资料来源：iFinD、申万宏源研究

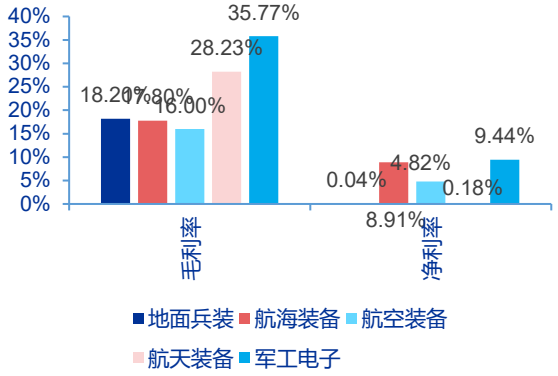
图 35：2025 年各装备板块毛利率和净利率对比

图 36：2026H1 各装备板块毛利率和净利率对比

仅供内部参考，请勿外传！



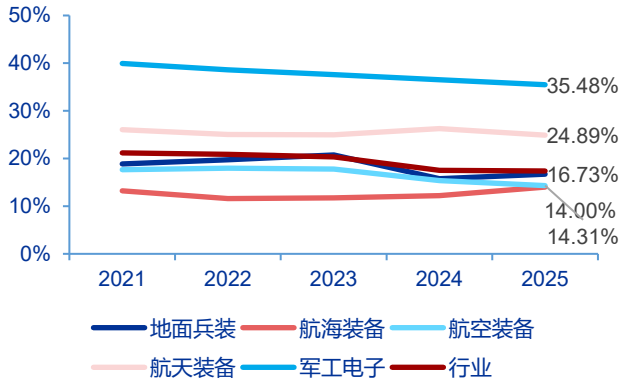
资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

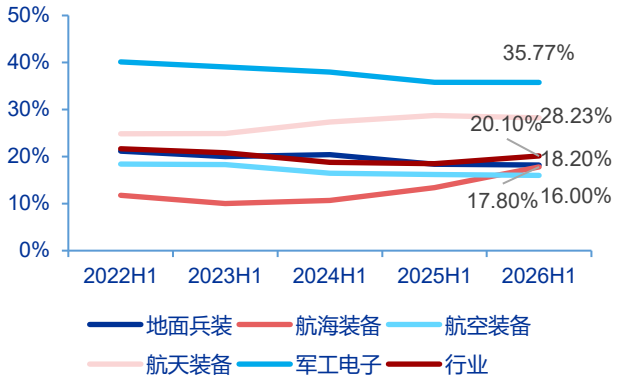
军工行业装备板块盈利能力略有下降，军工电子板块表现最佳。1）毛利率端：地面兵装、航海、航空、航天和军工电子板块的毛利率 2025 年分别为 16.73%/14.00%/14.31%/24.89%/35.48%，较 2024 年提升 0.97pcts/1.76pcts/-1.03pcts/-1.38pcts/-1.01pcts， 2026H1 分别为 18.2%/17.8%/16%/28.23%/35.77%，较 2025H1 提升-0.15pcts/4.4pcts/-0.18 pcts /-0.51 pcts /-0.03 pcts。其中航海板块毛利率增长幅度超行业其他板块。2）净利率端：地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块的净利率 2025 年分别为-1.15%/4.29%/4.56%/0.58%/4.79%，较 2024 年提升 5.69pcts/1.19pcts/-0.88pcts/-2.26pcts/-0.75pcts ， 2026H1 分别为 0.04%/8.91%/4.82%/0.18%/9.44%，较 2025H1 提升-1.51pcts/4.23pcts/-1.10pcts/-4.36pcts/2.32pcts。

图 37：国防军工行业各装备板块近五年毛利率



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 38：国防军工行业各装备板块近五年中报毛利率

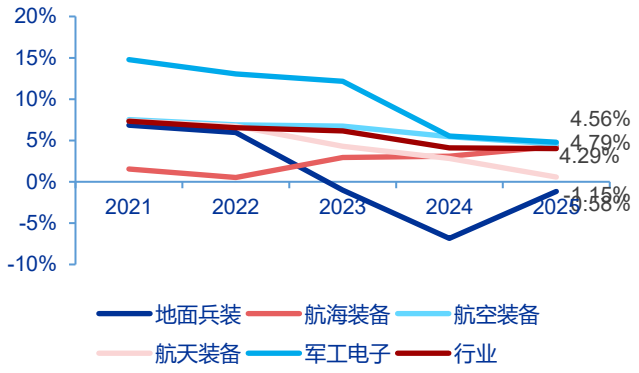


资料来源：iFinD、申万宏源研究

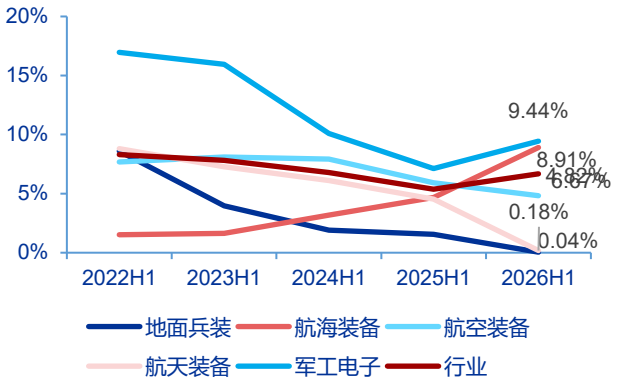
图 39：国防军工行业各装备板块近五年净利率

图 40：国防军工行业各装备板块近五年中报净利率

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：iFinD、申万宏源研究

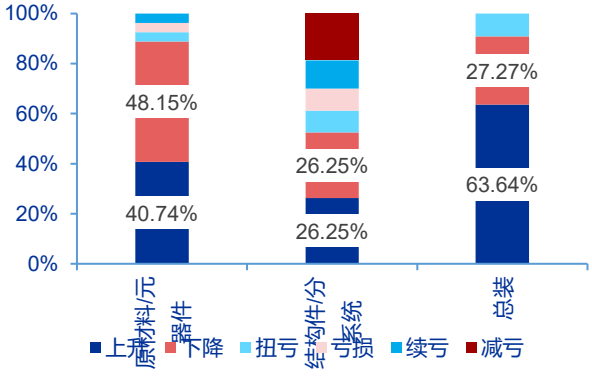


资料来源：iFinD、申万宏源研究

3.2 产业链整体盈利能力略有下降，中上游盈利能力较强

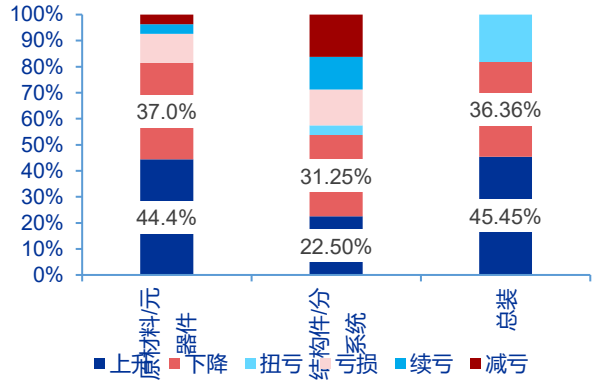
产业链各环节大部分企业盈利能力略有下降，中上游环节企业盈利能力相对较强。1）从产业链环节净利润同比增减的企业家数占比来看，较少企业归母净利润实现增长。上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节，归母净利润实现同比上升的公司数量占比，2025 年分别为 40.74%/26.25%/63.64%，2026H1 分别为 44.4%/22.5%/45.45%。从毛利率和净利率来看，上游环节企业毛利率和净利率较好，处于行业领先地位，中游环节企业盈利表现良好，下游总装环节企业受限于定价机制，毛利率和净利率较低。

图 41：2025 年产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 42：2026H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况

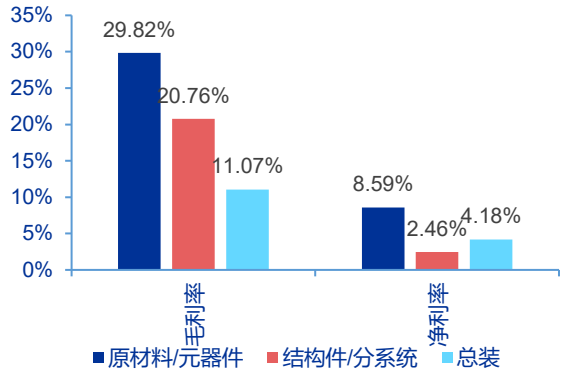


资料来源：iFinD、申万宏源研究

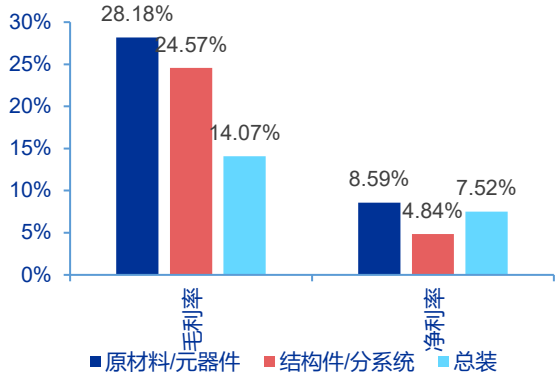
图 43：2025 年产业链各环节毛利率和净利率有序传导

图 44：2026H1 产业链各环节毛利率和净利率有序传导

仅供内部参考，请勿外传！



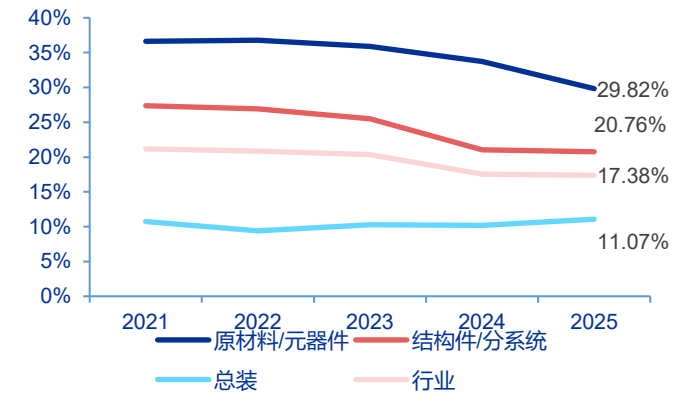
资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

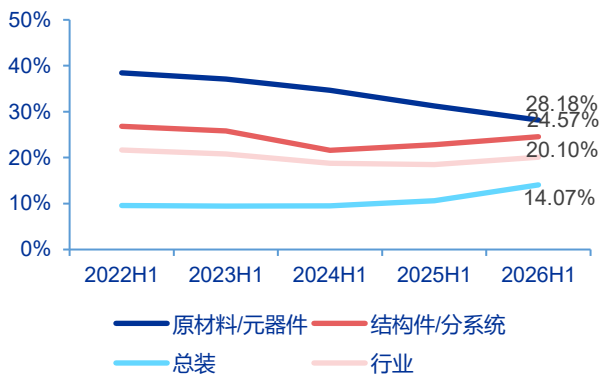
上游原材料/元器件环节盈利能力维持较高水平。1）从毛利率看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节的毛利率 2025 年分别为 29.82%/20.76%/11.07%，较 2024 年提升-3.90pcts/-0.29pcts/0.87pcts，2026H1 分别为 28.18%/24.57%/14.07%，较 2025H1 提升-3.06pcts/1.73pcts/3.46pcts。上游和中游环节受产品价格波动影响，毛利率有所下降，下游总装环节因产品结构调整及规模效应增强，毛利率有所回升。2）从净利率看，2025 年分别为 8.59%/2.46%/4.18%，较 2024 年提升-3.81pcts/0.06pcts/0.86pcts，2026H1 分别为 8.59%/4.84%/7.52%，较 2025H1 提升-2.88pcts/0.65pcts/3.07pcts，上游净利率高于行业平均，但同比略有下降，主要受毛利率波动影响；中游环节盈利稳步抬升，受益于产品结构升级与盈利结构优化，毛利率、净利率均有所改善；下游总装环节盈利能力略有提升系降本增效不断增强。

图 45：国防军工行业上中下游各环节近五年毛利率情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 46：国防军工行业上中下游各环节近五年中报毛利率情况

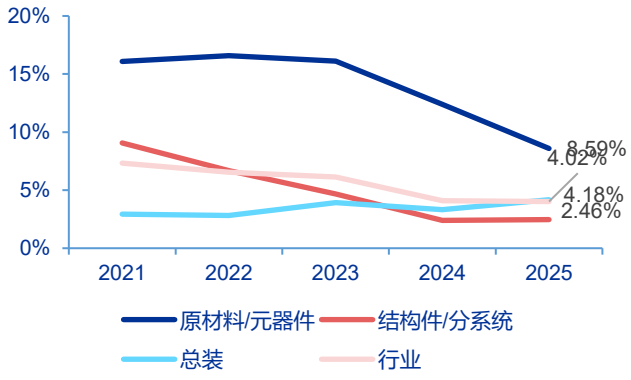


资料来源：iFinD、申万宏源研究

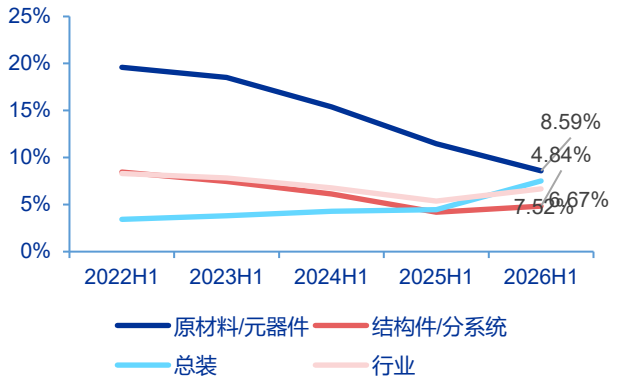
图 47：国防军工行业上中下游各环节近五年净利率情况

图 48：国防军工行业上中下游各环节近五年中报净利率情况

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：iFinD、申万宏源研究



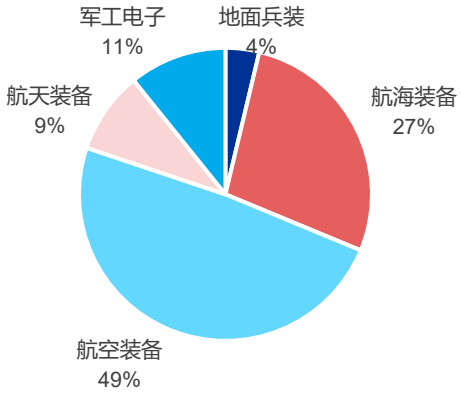
资料来源：iFinD、申万宏源研究

4. 营运指标：行业营运指标整体稳定，景气度有保障

4.1 各板块营运指标有所分化，航海装备板块表现亮眼

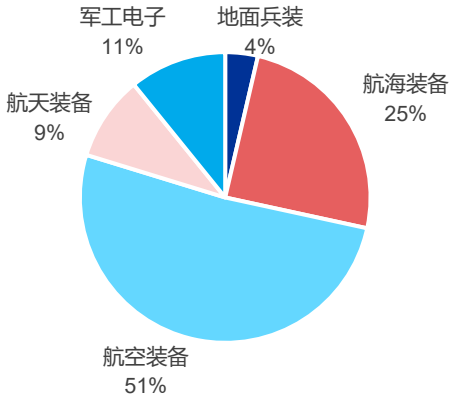
各板块营运指标有所分化，航海装备板块整体表现突出。1）从预收账款和合同负债看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块 2025 年同比增速分别为 33.84%/12.18%/-27.58%/5.28%/45.12% ， 2026H1 分别为 8.0%/88.0%/-50.22%/20.05%/7.23%，军工电子板块预收账款及合同负债的快速增长，表明下游需求持续释放；2）从存货看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块 2025 年同比增速分别为-1.84%/7.50%/1.90%/13.47%/8.47%，2026H1 分别为-1.36%/54.21%/2.74%/12.59%/8.72%；3）从应付票据及应付账款看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备、军工电子板块 2025 年同比增速分别为 16.76%/-1.14%/13.46%/9.45%/8.86% ， 2026H1 分别为 -7.09%/58.39%/10.44%/-0.19%/1.68%，航海装备板块增速较高，或系生产采购有所提速所致。

图 49：军工行业各板块 2025 年存货占比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

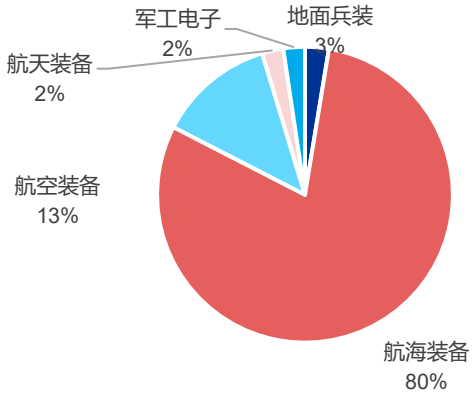
图 50：军工行业各板块 2026H1 存货占比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

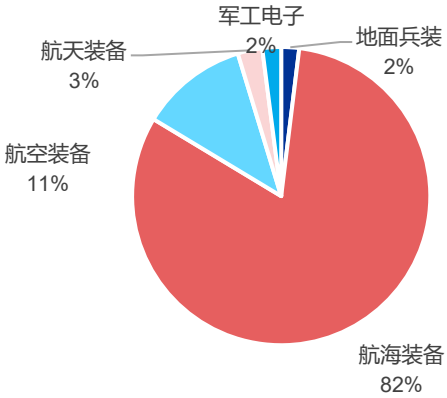
仅供内部参考，请勿外传！

图 51：军工行业各板块 2025 年预收账款及合同负债占比



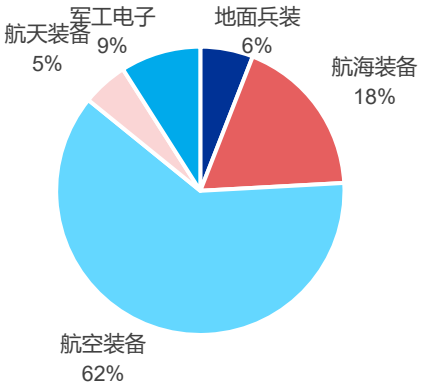
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 52：军工行业各板块 2026H1 预收账款及合同负债占比



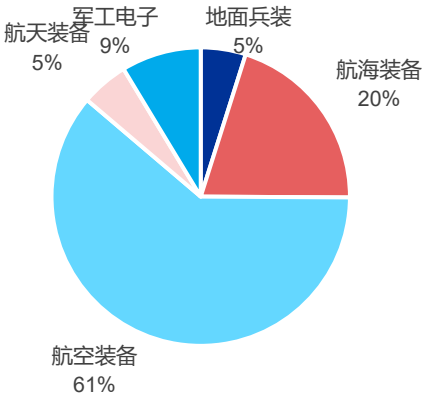
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 53：军工行业各板块 2025 年应付票据及应付账款占比



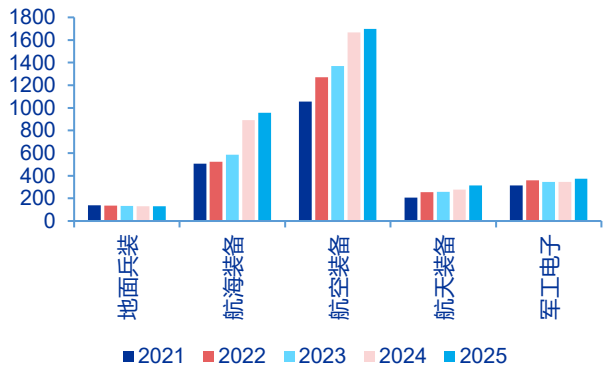
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 54：军工行业各板块 2026H1 应付票据及应付账款占比



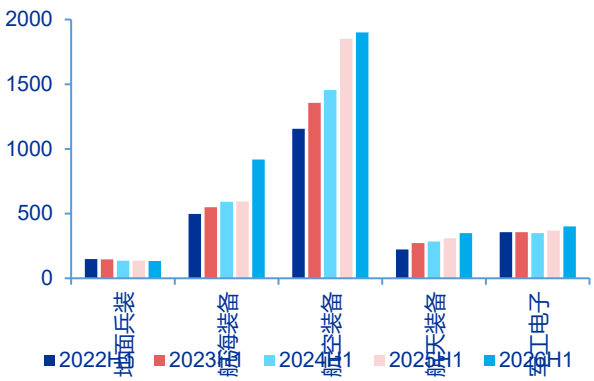
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 55：军工行业各板块近五年存货变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 56：军工行业各板块近五年中报存货变化（单位：亿元）

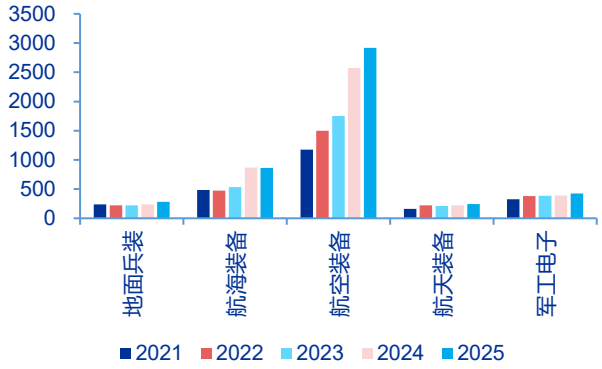


资料来源：iFinD、申万宏源研究

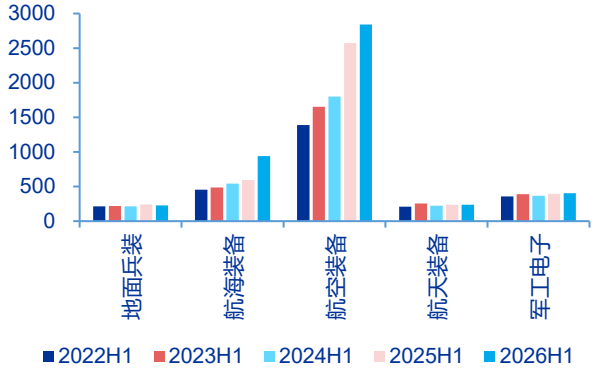
图 57：军工行业各板块近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元）

图 58：军工行业各板块近五年中报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）

仅供内部参考，请勿外传！

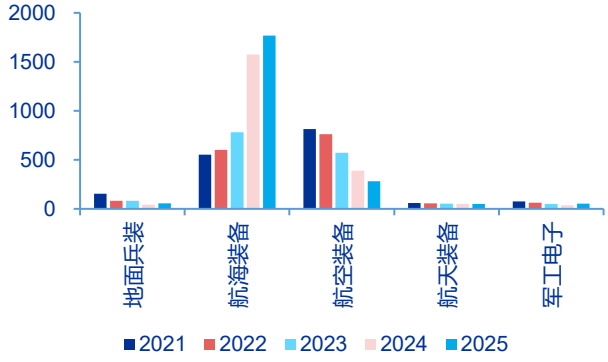


资料来源：iFinD、申万宏源研究



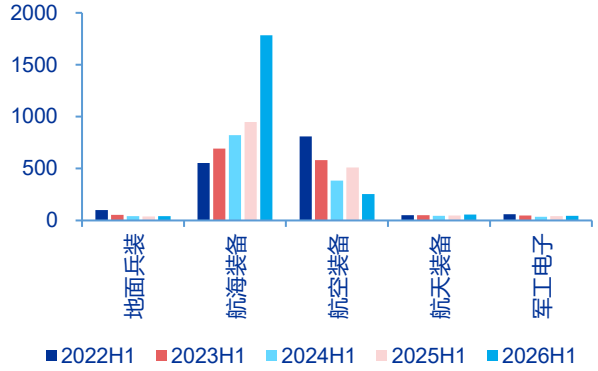
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 59：军工行业各板块近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 60：军工行业各板块近五年中报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业预收账款及合同负债整体增速 2025 年及 2026H1 表现分化，航空装备板块增速回落。军工行业整体增速 2025 年和 2026H1 分别同比变动 5.63%和 37.37%。分装备板块看，除航空装备和军工电子外，地面兵装、航海装备和航天装备 2026H1 增速较 2025H1 有所提升；2026H1 军工电子增速由 16.47%降至 7.23%，航空装备则由正增长转为负增长。2025 年军工行业整体增速仍处于低位，随着需求修复，后续有望边际改善。

表 5：2026H1 航海装备板块预收账款及合同负债实现高速增长

行业板块	年报预收账款+合同负债同比增速（%）					中报预收账款+合同负债同比增速（%）				
	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
地面兵装	-1.08%	-47.22%	0.83%	-47.73%	33.84%	-29.15%	-47.24%	-19.89%	-6.76%	8.00%
航海装备	8.94%	9.05%	29.78%	101.55%	12.18%	7.13%	24.83%	18.68%	15.51%	88.00%
航空装备	220.66%	-6.43%	-24.52%	-32.15%	-27.58%	-1.80%	-28.41%	-33.73%	33.01%	-50.22%
航天装备	45.08%	-8.51%	-5.46%	-7.56%	5.28%	11.77%	-1.43%	-8.47%	6.28%	20.05%
军工电子	94.39%	-16.04%	-24.55%	-25.49%	45.12%	27.05%	-21.35%	-23.01%	16.47%	7.23%
行业增速	66.08%	-5.58%	-1.61%	35.99%	5.63%	-0.07%	-9.72%	-6.46%	19.58%	37.37%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业整体存货 2026H1 同比增长 13.57%，较 2025H1 同比增速 15.72%下降 2.15 个百分点，航海装备板块存货增速相对较高。军工行业存货 2025 年和 2026H1 分别

仅供内部参考，请勿外传！

同比增长 4.91%和 13.57%。分装备板块看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块存货同比增速 2025 年分别为-1.84%/7.50%/1.90%/13.47%/8.47%，2026H1 分别为-1.36%/54.21%/2.74%/12.59%/8.72%。

表 6：2026H1 航海装备板块存货增速居前

行业板块	年报存货同比增速（%）						中报存货同比增速（%）				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
地面兵装	7.65%	8.90%	-2.23%	-0.78%	-1.96%	-1.84%	-0.76%	-1.50%	-6.33%	-0.38%	-1.36%
航海装备	41.12%	10.82%	3.28%	11.86%	51.71%	7.50%	3.24%	10.23%	7.83%	0.64%	54.21%
航空装备	-1.08%	14.03%	20.50%	7.75%	21.79%	1.90%	12.24%	17.31%	7.30%	27.13%	2.74%
航天装备	12.30%	22.55%	23.07%	0.81%	8.24%	13.47%	11.76%	21.17%	5.17%	8.70%	12.59%
军工电子	28.15%	38.29%	14.85%	-4.02%	-0.20%	8.47%	30.24%	-0.19%	-1.90%	5.72%	8.72%
行业增速	11.77%	16.56%	14.59%	5.78%	23.00%	4.91%	11.56%	12.41%	5.23%	15.72%	13.57%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业整体应付票据及应付账款增速较 2025H1 回落，航海装备板块增速居前。军工行业整体应付票据及应付账款 2026H1 同比增长 14.93%，较 2025H1 同比增速 28.57%有所回落。分装备板块看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块应付票据及应付账款同比增速 2025 年分别为 16.76%/-1.14%/13.46%/9.45%/8.86%，2026H1 分别为-7.09%/58.39%/10.44%/-0.19%/1.68%，其中航海装备板块维持较高增速。

表 7：2026H1 航海装备板块增速居前

行业板块	年报应付票据及应付账款同比增速（%）					中报应付票据及应付账款同比增速（%）				
	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
地面兵装	10.10%	-8.38%	0.00%	8.89%	16.76%	8.57%	2.46%	-1.73%	14.27%	-7.09%
航海装备	16.39%	-2.65%	12.38%	63.84%	-1.14%	2.22%	6.67%	10.95%	9.71%	58.39%
航空装备	22.68%	27.24%	16.92%	47.09%	13.46%	33.02%	19.19%	9.00%	42.72%	10.44%
航天装备	14.03%	40.30%	-6.92%	6.25%	9.45%	19.74%	21.99%	-13.01%	7.23%	-0.19%
军工电子	26.65%	16.30%	2.49%	0.91%	8.86%	25.18%	8.77%	-5.51%	8.09%	1.68%
行业增速	19.89%	16.95%	10.94%	38.70%	10.06%	22.25%	14.46%	4.79%	28.57%	14.93%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

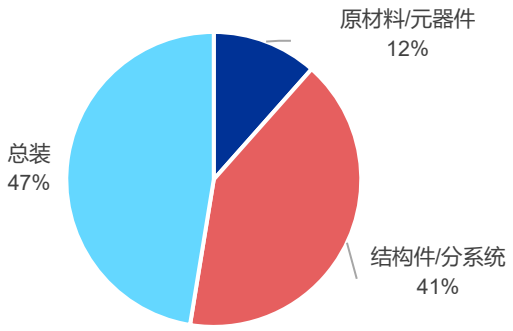
4.2 产业链各环节景气度有序传导，结构件/分系统环节营运指标较为突出

产业链各环节营运指标变化有序传导，军工行业高景气度有望持续兑现。从预收账款和合同负债看，2025 年上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比增速分别为 6.33%/1.57%/6.61%，2026H1 分别为-1.47%/-20.54%/69.65%，总装环节预收账款及合同负债实现快速增长，产业链景气度有序传导；从存货看，2025 年上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比增速分别为 14.06%/5.04%/2.80%，2026H1 分别为 17.59%/4.67%/22.12%；从应付票据及应付账款看，2025 年上游原材料

仅供内部参考，请勿外传！

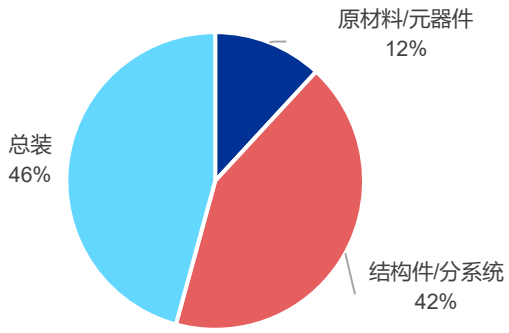
/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比增速分别为 12.52%/13.79%/6.56%，2026H1 分别为 3.4%/5.63%/27.06%。产业链各环节营运指标变化有序传导，军工行业高景气度有望持续兑现。

图 61：军工行业产业链 2025 年存货占比



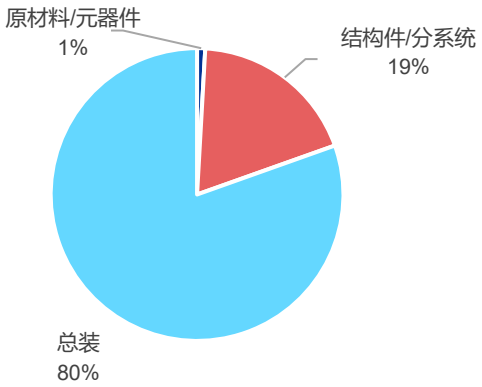
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 62：军工行业产业链 2026H1 存货占比



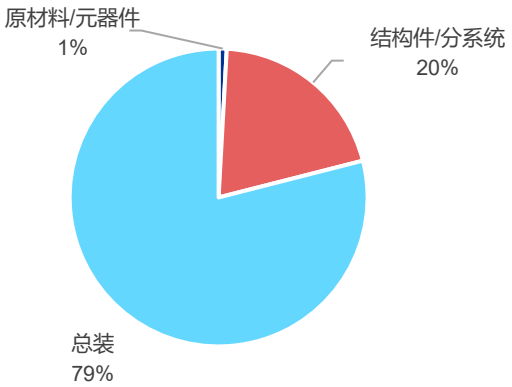
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 63：军工行业产业链 2025 年预收账款及合同负债占比



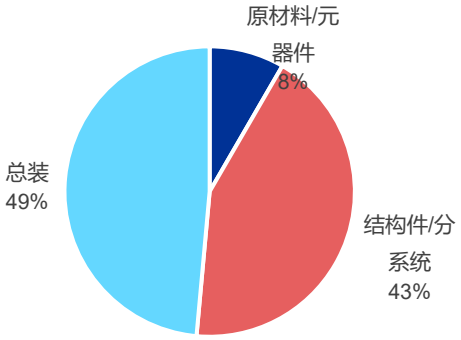
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 64：军工行业产业链 2026H1 预收账款及合同负债占比



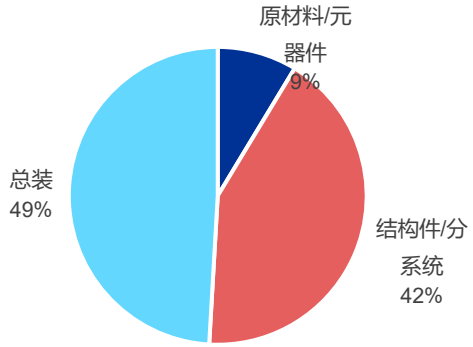
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 65：军工行业产业链 2025 年应付票据及应付账款占比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

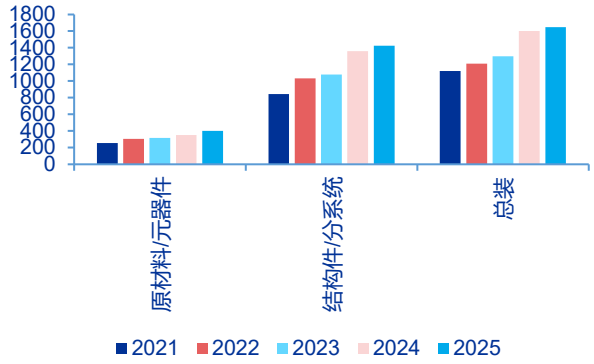
图 66：军工行业产业链 2026H1 应付票据及应付账款占比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

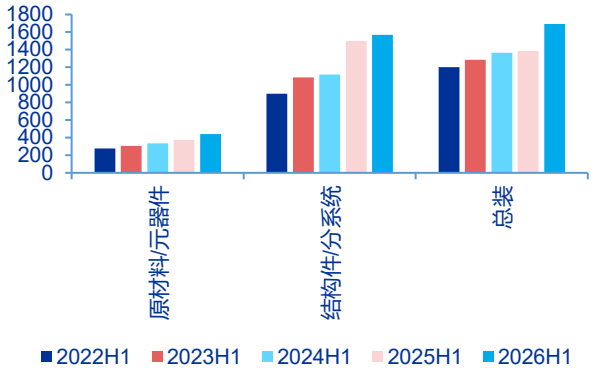
仅供内部参考，请勿外传！

图 67：军工行业产业链近五年存货变化（单位：亿元）



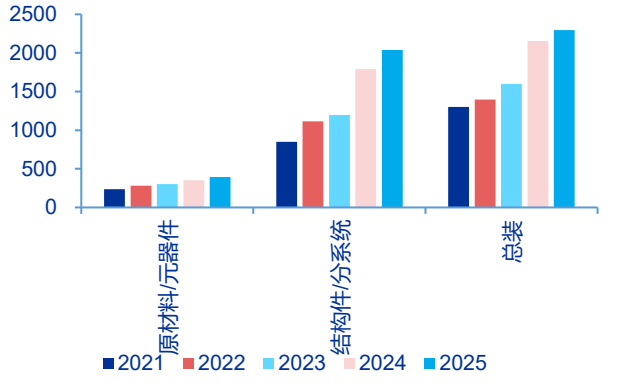
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 68：军工行业产业链近五年中报存货变化（单位：亿元）



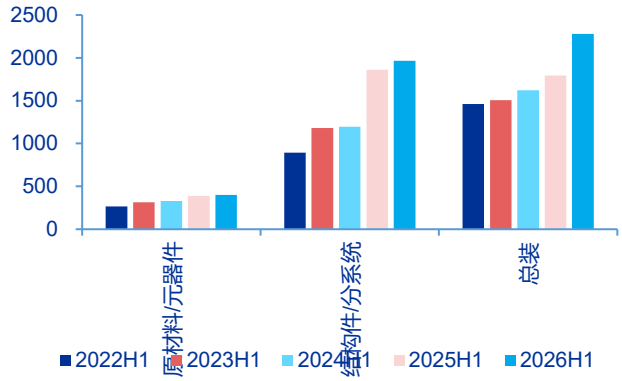
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 69：军工行业产业链近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元）



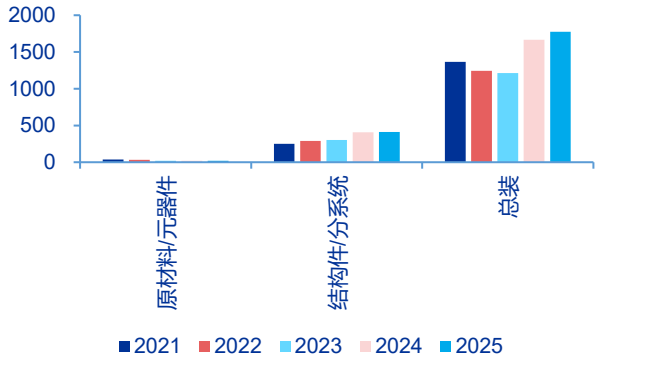
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 70：军工行业产业链近五年中报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）



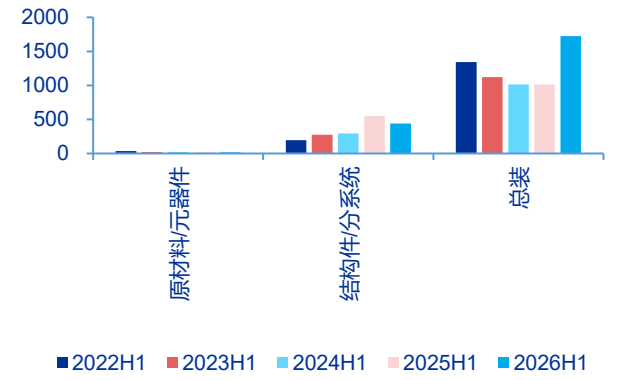
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 71：军工行业产业链近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 72：军工行业产业链近五年中报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链 2025 年预收账款及合同负债实现增长。军工行业预收账款及合同负债 2025 年同比上升 5.63%，2026H1 同比上升 37.37%。分产业链环节看，中游结构件/

分系统环节预收账款及合同负债增速较上年同期呈现下降趋势， 2026H1 同比增速为-20.54%，行业景气度有待后续修复。

表 8：产业链各环节 2025 年及 2026H1 预收账款及合同负债表现分化

产业链板块	年报预收账款及合同负债同比增速（%）					中报预收账款及合同负债同比增速（%）				
	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
原材料/元器件	134.27%	-18.61%	-31.35%	-13.15%	6.33%	96.22%	-37.17%	-11.84%	1.10%	-1.47%
结构件/分系统	75.76%	14.70%	5.24%	33.80%	1.57%	10.27%	40.25%	6.17%	88.61%	-20.54%
总装	63.09%	-8.94%	-2.45%	37.41%	6.61%	-2.64%	-16.35%	-9.46%	-0.01%	69.65%
行业增速	66.08%	-5.58%	-1.61%	35.99%	5.63%	-0.07%	-9.72%	-6.46%	19.58%	37.37%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链各环节 2025 年及 2026H1 存货表现分化，下游环节增速较快。军工行业存货 2025 年同比上升 4.91%，2026H1 同比增长 13.57%。分产业链环节看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节存货同比增速 2025 年分别为 14.06%/5.04%/2.80%，2026H1 分别为 17.59%/4.67%/22.12%。

表 9：国防军工行业产业链上游原材料/元器件在 2025 年实现较快增长

产业链板块	年报存货同比增速（%）					中报存货同比增速（%）				
	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
原材料/元器件	38.00%	20.26%	3.15%	11.28%	14.06%	31.30%	10.40%	8.69%	12.00%	17.59%
结构件/分系统	22.94%	22.19%	4.48%	25.96%	5.04%	16.43%	20.48%	2.96%	34.21%	4.67%
总装	8.50%	7.58%	7.56%	23.41%	2.80%	4.65%	6.83%	6.31%	1.50%	22.12%
行业增速	16.56%	14.59%	5.78%	23.00%	4.91%	11.56%	12.41%	5.23%	15.72%	13.57%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链各环节 2025 年应付票据及应付账款增速放缓。军工行业应付票据及应付账款 2025 年同比增长 10.06%，2026H1 同比增长 14.93%。分产业链环节看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节应付票据及应付账款同比增速 2025 年分别为 12.52%/13.79%/6.56%，2026H1 分别为 3.4%/5.63%/27.06%，总装环节增速相对较快。

表 10：国防军工行业产业链各环节 2025 年应付票据及应付账款增速放缓

行业板块	年报应付票据及应付账款同比增速（%）					中报应付票据及应付账款同比增速（%）				
	2021	2022	2023	2024	2025	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
原材料/元器件	27.54%	19.79%	6.94%	15.83%	12.52%	19.55%	17.51%	4.99%	17.94%	3.40%
结构件/分系统	17.36%	31.07%	7.51%	49.68%	13.79%	13.92%	32.42%	0.99%	55.74%	5.63%
总装	20.26%	7.22%	14.50%	34.83%	6.56%	28.53%	2.94%	7.72%	10.72%	27.06%
总增速	19.89%	16.95%	10.94%	38.70%	10.06%	22.25%	14.46%	4.79%	28.57%	14.93%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

5. 重点公司估值表

表 11：重点公司估值表

产业链位置	子板块	证券代码	证券简称	2026/9/17	归母净利润（亿元）				PE			
				总市值（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
上游	电子元器件	603678.SH	火炬电子	242.6	3.2	5.8	7.4	9.7	76	42	33	25
		603267.SH	鸿远电子	119.2	2.5	3.7	4.9	5.6	48	33	25	21
		000733.SZ	振华科技	229.2	10.3	10.1	11.6	12.8	22	23	20	18
		002179.SZ	中航光电	731.7	21.6	24.1	28.7	34.8	34	30	26	21
		002025.SZ	航天电器	319.4	1.8	3.6	5.9	7.7	175	89	54	41
		300726.SZ	宏达电子	241.5	4.0	4.6	5.8	7.5	60	53	42	32
		688709.SH	成都华微	155.1	1.5	/	/	/	101	/	/	/
		688143.SH	长盈通	246.4	0.2	0.8	1.3	1.9	1030	308	191	127
		002049.SZ	紫光国微	509.4	14.4	17.4	21.2	25.3	35	29	24	20
		688582.SH	芯动联科*	156.5	3.0	4.3	5.9	8.1	52	37	26	19
		688818.SH	电科蓝天	731.2	3.3	4.1	5.4	7.1	224	177	136	104
		300593.SZ	新雷能	174.4	(2.0)	0.4	3.1	5.5	/	478	57	32
		300699.SZ	光威复材	196.2	6.0	6.9	8.3	9.7	33	28	24	20
		300395.SZ	菲利华	517.9	4.4	7.1	10.5	15.1	117	73	49	34
		600456.SH	宝钛股份	122.1	4.0	4.5	5.8	7.8	30	27	21	16
		688122.SH	西部超导	327.8	8.4	7.9	9.4	11.2	39	41	35	29
	高端原材料	300777.SZ	中简科技	92.3	3.1	/	/	/	29	/	/	/
		300034.SZ	钢研高纳	126.4	0.9	2.1	3.0	4.2	145	59	42	30
		600862.SH	中航高科	250.3	10.3	9.3	10.8	12.7	24	27	23	20
		300855.SZ	图南股份	137.5	1.6	4.4	5.7	7.2	89	31	24	19
		688281.SH	华秦科技	195.3	3.1	4.8	6.2	7.5	64	40	32	26
		688231.SH	隆达股份	97.9	0.7	1.8	2.8	4.1	132	53	35	24
		688563.SH	航材股份	250.8	5.4	5.6	6.5	7.5	47	45	39	33
		688750.SH	金天钛业	65.4	0.6	/	/	/	110	/	/	/
		002171.SZ	楚江新材	179.7	3.8	4.5	5.5	6.3	47	40	33	28
		002246.SZ	北化股份*	126.6	2.6	4.7	7.1	10.3	48	27	18	12
		600372.SH	中航机载	551.2	10.7	11.7	13.9	15.9	52	47	40	35
		603712.SH	七一二	88.7	(4.9)	(1.2)	0.5	1.6	/	/	193	57
		002985.SZ	北摩高科	93.2	2.0	2.6	3.4	4.7	47	36	27	20
		300762.SZ	上海瀚讯	178.3	(1.2)	0.2	1.6	2.9	/	1174	108	62
中游	分系统	688636.SH	智明达	36.2	1.0	/	/	/	35	/	/	/
		600435.SH	北方导航	170.0	1.2	1.4	1.9	2.4	141	125	91	70
		600879.SH	航天电子	481.4	2.3	3.6	4.8	5.6	212	135	101	86
		688002.SH	睿创微纳	866.3	11.2	28.5	38.4	49.6	77	30	23	17
		301571.SZ	国科天成	125.1	2.0	3.5	5.4	7.4	61	36	23	17
		000738.SZ	航发控制	254.6	3.3	4.1	4.8	5.7	76	62	53	45
		688375.SH	国博电子	423.2	5.1	5.1	6.5	8.4	83	82	65	51
		688568.SH	中科星图	249.7	0.3	4.3	6.3	8.5	849	58	40	30

		002465.SZ	海格通信	253.9	(7.9)	0.6	2.8	5.4	/	392	92	47
		300455.SZ	航天智装	122.2	(1.8)	/	/	/	/	/	/	/
		688543.SH	国科军工	107.4	2.5	2.5	3.6	4.8	44	43	30	23
		300922.SZ	天秦装备	28.9	0.4	/	/	/	68	/	/	/
		600562.SH	国睿科技	342.4	6.3	7.1	9.2	12.2	54	48	37	28
		688081.SH	兴图新科	26.4	(0.7)	/	/	/	/	/	/	/
		688552.SH	航天南湖	103.2	0.3	0.7	1.3	2.2	323	159	80	47
	结构件	600765.SH	中航重机	208.7	6.1	6.8	8.4	10.6	34	31	25	20
		300775.SZ	三角防务	115.3	3.9	1.9	4.4	5.7	30	60	26	20
		300696.SZ	爱乐达	59.0	0.6	/	/	/	107	/	/	/
		605123.SH	派克新材*	95.6	2.5	4.0	4.7	5.5	38	24	20	17
		688510.SH	航亚科技	62.8	1.0	1.6	2.2	2.9	62	40	29	22
		300900.SZ	广联航空	76.1	(1.0)	/	/	/	/	/	/	/
		688239.SH	航宇科技	102.3	1.9	3.0	4.2	5.6	55	34	24	18
		688333.SH	铂力特	323.1	2.0	2.7	4.0	5.4	159	118	80	59
下游	主机厂	600760.SH	中航沈飞	1,257.9	35.2	32.3	38.4	45.9	36	39	33	27
		600038.SH	中直股份	221.0	6.5	6.8	7.7	8.6	34	32	29	26
		600316.SH	洪都航空	234.8	0.4	1.5	3.4	6.2	591	162	70	38
		000768.SZ	中航西飞	621.5	11.5	12.2	14.2	16.7	54	51	44	37
		600893.SH	航发动力*	1,058.2	6.3	5.2	6.0	6.9	167	202	175	153
		600967.SH	内蒙一机	229.2	3.3	3.5	3.7	4.1	68	66	62	56
		重点标的均值		/	/	/	/	/	68	45	34	27

资料来源：iFinD、申万宏源研究 注：标*公司归母净利润为申万预测，其他公司为 iFinD 一致预期

6. 风险提示

需求节奏不及预期。当前行业需求节奏逐步恢复中，仍需审慎结合多方因素，以制定实际研制生产任务，且上中下游各环节及各领域传导时间存在不确定性。

订单落地进度不及预期。军工行业具备极强计划性，合同签订落地节奏需考量多方面因素，订单落地进度放缓可能影响企业报告期内业绩。

研制及批产节奏不及预期。军工产品从产品研制立项到最终量产周期一般较长，且产品最终能否量产存在较大不确定性。

仅供内部参考，请勿外传！

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。