

基金持仓持续回升，关注 25Q2 景气复苏

—— 军工行业双周报

2025 年 1 月 26 日

- **基金军工持仓持续回升：**2024Q4 主动型公募基金军工持仓占比 3.57%，环比上升 0.05pct，同比上升 0.21pct。24Q2 基金持仓军工占比结束了季度下跌的态势，实现了 3 个季度的持续回升。随着 924 行情的启动，市场风险偏好明显提升，公募基金布局军工板块更加积极。
- **剔除军工主题基金后，其他主动基金军工持仓环比略微下降：**2024Q4 基金（剔除军工主题）持仓占比 2.59%，环比下降 0.13pct，同比微升 0.04pct，非军工主题基金持仓提升较为犹豫。
- **基金持仓集中度环比有所下滑：**2024Q4 持仓集中度（CR10）55.72%，环比下降 5.86pct。剔除军工主题基金后，CR10 集中度为 56.13%，环比下降 5.56pct。24Q2 以来，军工持仓集中度（CR10）回到历史平均水平，我们认为本轮驱动因素主要是军工龙头具备高胜率、高回报的特点，叠加被动指数基金全市场占比提升带来的增量资金正反馈。具体到重仓标的来看，菲利华、西部材料、国睿科技、航发控制、火炬电子、航材股份新进入前二十大重仓。
- **基金持仓超配比例小幅修复：**2024Q4 军工板块超配比例为 0.65%，环比 +0.06pct，同比 +0.47pct，超配比例继续小幅修复，超过 23Q4 同期水平。我们预计，25Q1 超配比例或将持续上升。
- **在近期的地方两会上，作为新质生产力的典型代表“低空经济”再度成为高频词。**与 2024 年相比，更多的省份更加明确了发展路径。据不完全统计，30 个省（区、市）将“低空经济”有关内容写入政府工作报告 2025 年重点工作，各地投资正加快落地。相较于 2024 年，25 年各省市的低空探索将更加积极。随着政府专项债的落地叠加运营商资本开支的倾斜，低空产业基建端有望迎“爆发年”。
- **地方两会期间，“商业航天”成为热议的另一个关键词。**商业航天的产业集群建设有望在各地支持下进一步完善，产业集聚带来的协同效应将加速产业的升级和完善。2025 年商业卫星产业将真正迈入需求侧与供给侧双向发力的时代，星座组网进入快车道，卫星制造端业绩有望逐步兑现。
- **投资建议：蓄锐气，待花开。**短期看，军工指数自底部已累计上涨超过 35%，但行业订单拐点仍未出现，强预期+弱现实使得板块估值抬升将难以为继，叠加一月份年报预告和春节因素，板块或延续震荡格局；**中期看**，行业订单渐行渐近，叠加 25 年高景气确定，强预期向强现实过渡，节后行业β机会或再次凸显；**长期看**，首先，2027 年建军百年近在咫尺，高景气有望延续；其次，外延并购+资产注入预期再起，资本运作将成为重要投资主线之一。建议关注：
 - **短景气将扭转+中景气无忧：**紫光国微、楚江新材、航宇科技、菲利华、智明达、新劲刚；
 - **短期变化积极+长景气持续：**中国卫星、中航沈飞、航发动力、四川九洲、国睿科技、航天电子；
 - **资本运作预期标的：**航材股份、航发控制、乐凯新材等。
- **风险提示：**需求不及预期的风险；产品价格持续调降的风险。

国防军工

推荐 维持

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

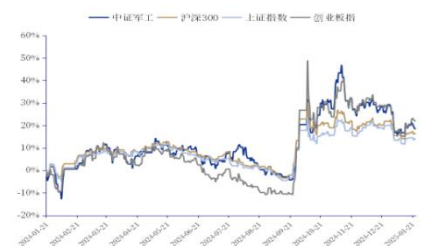
☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

相对沪深 300 表现图

2025-1-24



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 军工板块 24Q4 基金持仓情况.....	3
(一) 基金军工持仓持续回升.....	3
(二) 持仓集中度继续提升.....	4
(三) 超配比例继续小幅增加.....	5
二、 军工行情表现.....	6
(一) 周行情.....	6
(二) 涉军上市公司数据.....	7
(三) 军工板块估值水平.....	8
(四) 重要上市公司动态.....	9
(五) 军工上市公司股权回购，彰显公司信心.....	10
三、 行业动态.....	11
(一) 军工行业动态.....	11
(二) 商业航天板块动态.....	11
(三) 低空经济板块动态.....	12
四、 投资建议：蓄锐气，待花开.....	13
五、 风险提示.....	13

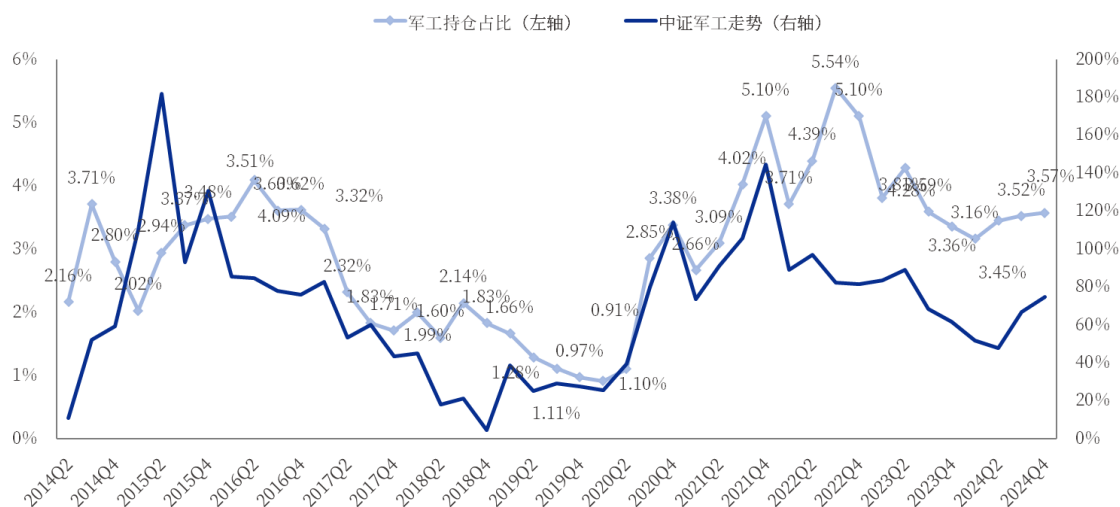
一、军工板块 24Q4 基金持仓情况

(一) 基金军工持仓持续回升

主动型公募基金军工持仓占比 3.57%，环比上升 0.05pct：2024Q4 主动型公募基金军工持仓占比 3.57%，环比上升 0.05pct，同比上升 0.21pct。

24Q4 基金军工持仓持续修复：24Q2 基金持仓军工占比结束了季度下跌的态势，实现了 3 个季度的持续回升。随着 924 行情的启动，市场风险偏好明显提升，公募基金布局军工板块更加积极。

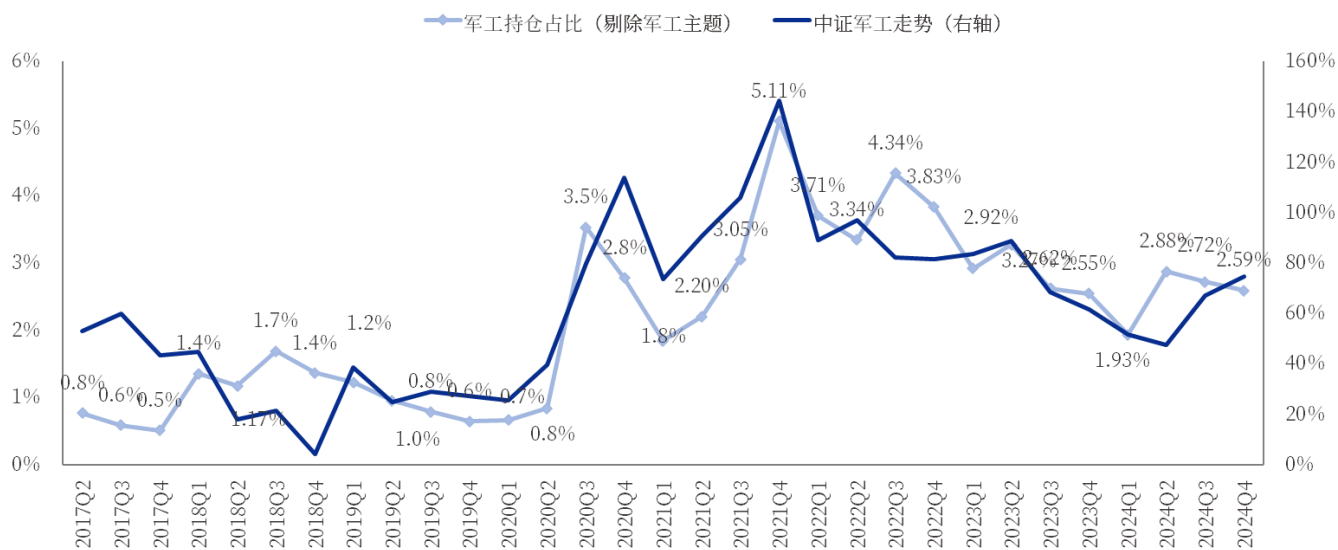
图1：基金军工持仓占比与军工指数走势对比



资料来源：IFinD, 中国银河证券研究院

剔除军工主题基金后，其他主动基金军工持仓环比略微下降。2024Q4 基金（剔除军工主题）持仓占比 2.59%，环比下降 0.13pct，同比小幅上升 0.04pct，非军工主题基金持仓提升较为犹豫。

图2：基金军工持仓占比（剔除军工主题）与军工指数走势对比



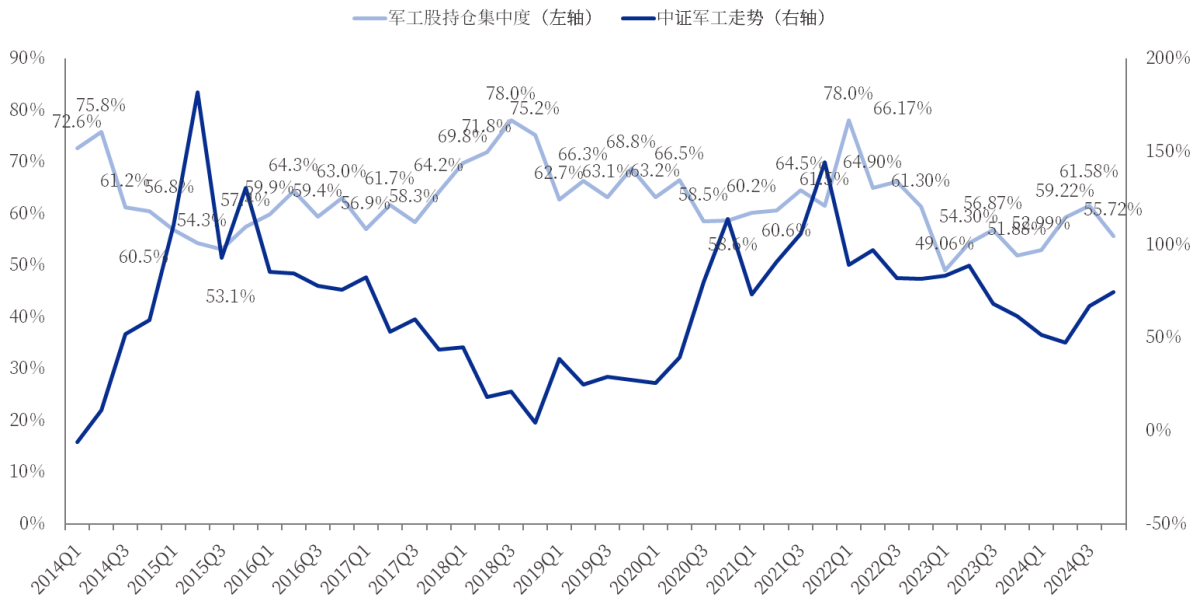
资料来源：IFinD, 中国银河证券研究院

(二) 持仓集中度环比有所下滑

2024Q4 持仓集中度 (CR10) 55.72%，环比下降 5.86pct，同比上升 3.84pct。剔除军工主题基金后，CR10 集中度为 56.13%，环比下降 5.56pct，同比上升 6.49pct。军工股持仓集中度与中证军工走势相关性为-0.54，呈现显著负相关关系。

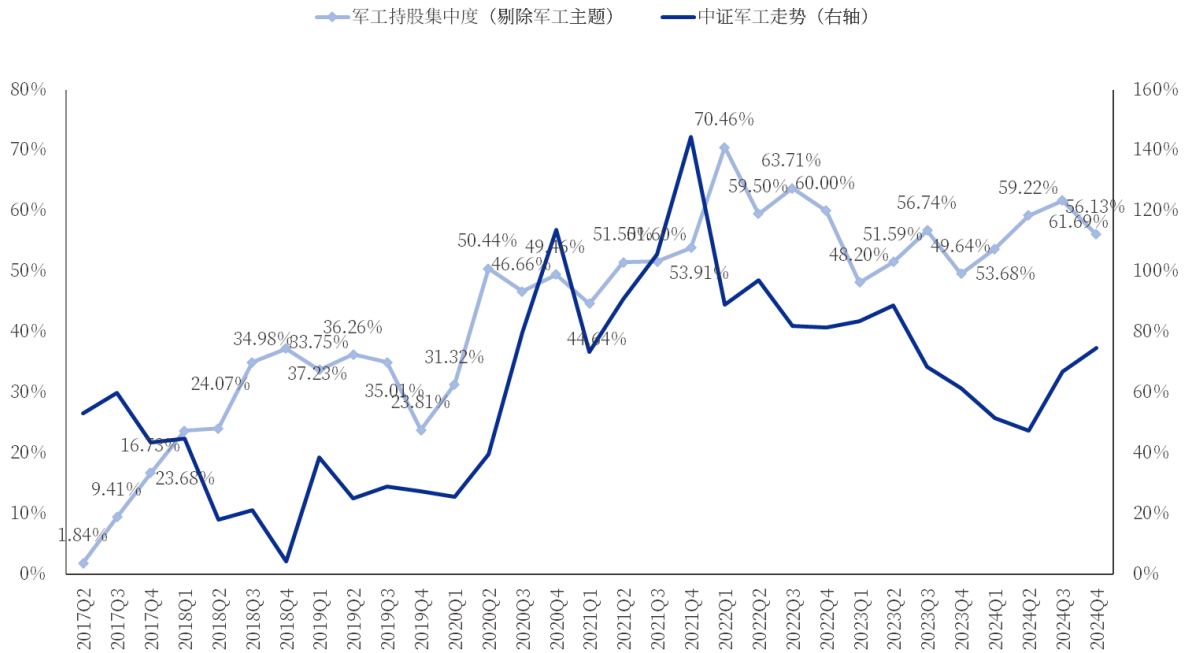
24Q2 以来，军工持仓集中度 (CR10) 回到历史平均水平，我们认为本轮驱动因素是军工龙头股具备高胜率、高回报的特点，叠加被动指数基金全市场占比提升带来的增量资金正反馈。

图3: 基金军工持仓集中度与军工指数走势对比



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

图4: 基金军工持仓集中度 (剔除军工主题) 与军工指数走势对比



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

具体到重仓标的来看，菲利华、西部材料、国睿科技、航发控制、火炬电子、航材股份新进入前二十大重仓。

表1: 前二十大持仓军工股变化情况 (持股市值以 2024.12.31 日计算)

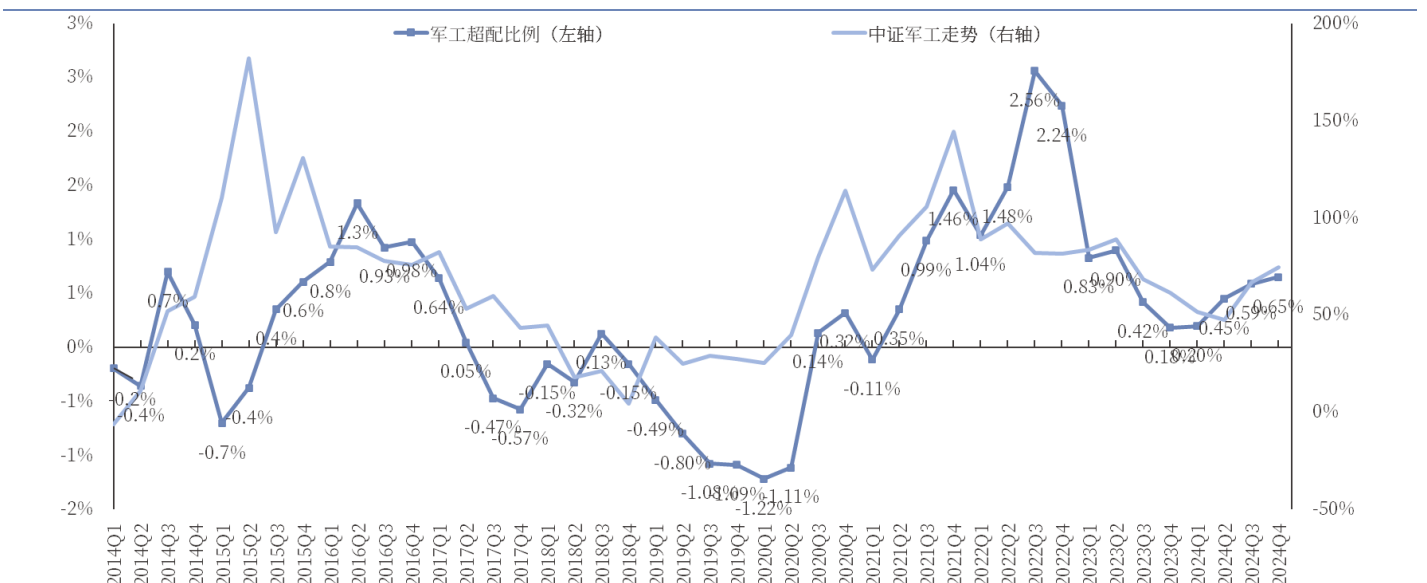
名次	名称	持股总市值 (亿元)	持股市值环比	持股数量环比
1	航发动力	44.05	26.07%	25.59%
2	中航沈飞	43.67	-14.44%	-21.20%
3	中航光电	43.53	-31.30%	-23.89%
4	中国船舶	42.82	-52.45%	-44.77%
5	中航高科	33.32	56.75%	33.23%
6	中国动力	29.07	-11.78%	-13.08%
7	睿创微纳	24.79	35.02%	13.25%
8	中航西飞	24.52	-9.01%	-11.07%
9	洪都航空	20.06	91.45%	48.95%
10	航天电器	17.71	-47.83%	-39.93%
11	菲利华	17.33	-	-
12	西部材料	15.71	417.23%	340.67%
13	振华科技	15.65	-15.51%	-12.50%
14	国睿科技	14.58	1281.39%	968.10%
15	航发控制	14.16	54.69%	52.68%
16	光威复材	12.37	-32.53%	-35.90%
17	中航重机	12.14	-37.00%	-37.74%
18	火炬电子	11.88	30.86%	8.63%
19	航材股份	8.23	0.80%	-0.72%
20	华秦科技	7.86	-24.02%	-24.20%

资料来源: IFinD、中国银河证券研究院

(三) 超配比例继续小幅增加

2024Q4 军工板块超配比例为 0.65%，环比+0.06pct，同比+0.47pct，超配比例继续小幅修复，超过 23Q4 同期水平。我们预计，25Q1 超配比例或将持续上升。

图5: 基金军工超配比例与军工指数走势对比



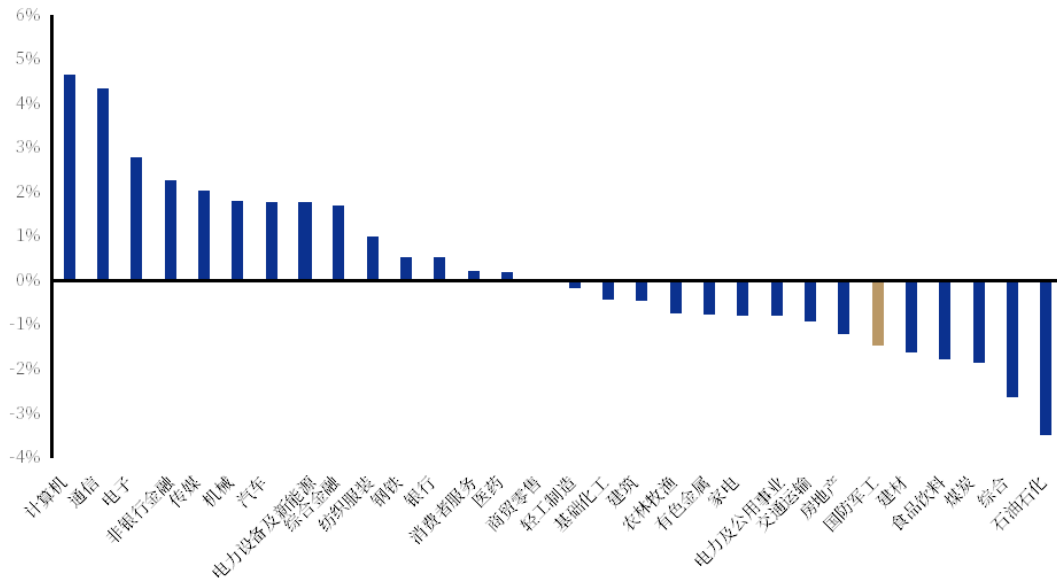
资料来源: IFinD、中国银河证券研究院

二、军工行情表现

(一) 周行情

本周上证综指报收 3252.63 点，周涨跌 10.81 点，涨跌幅 0.33%；沪深 300 指数报收 3832.86 点，周涨跌 20.52 点，涨跌幅 0.54%；zx 国防军工指数涨跌幅-1.48%，位列 30 个一级板块涨跌幅第 25 位。

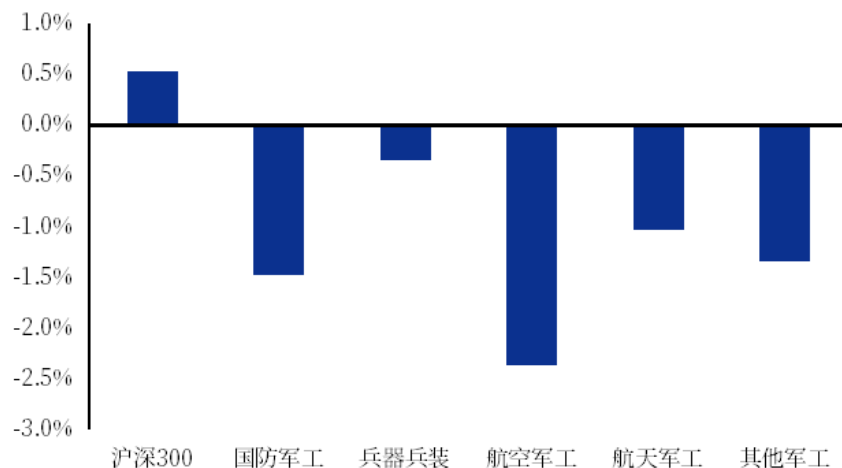
图6：上周 zx 一级行业指数涨跌幅情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

国防军工三级行业中，兵器兵装、航空军工、航天军工及其他军工的涨跌幅分别为-0.34%、-2.37%、-1.03%及-1.35%。

图7：上周 zx 军工三级行业指数涨跌幅情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

个股方面，上周国防军工行业涨跌幅前三的分别是长盈通(+33.90%)、应流股份(+20.63%)、铂力特(+18.36%)。涨跌幅最小的三支股票分别为铖昌科技、思科瑞和天微电子，涨跌幅分别为-26.60%、-16.80%和-15.67%。

表2: 军工行业涨跌幅榜前十

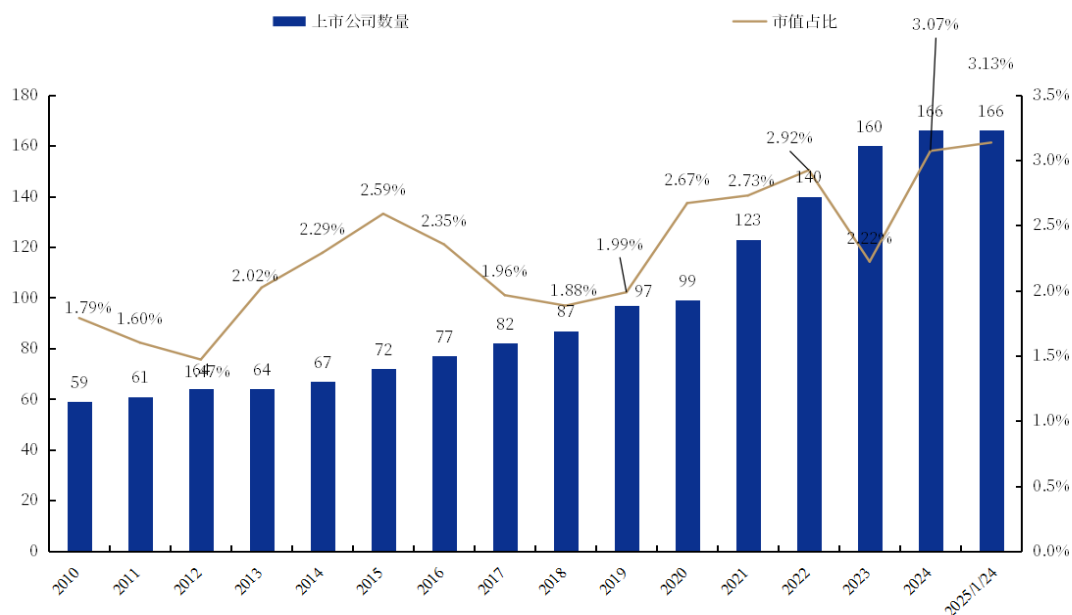
涨跌幅前十			涨跌幅后十		
代码	公司名称	周涨跌幅 (%)	代码	公司名称	周涨跌幅 (%)
688143.SH	长盈通	33.90	001270.SZ	铖昌科技	-26.60
603308.SH	应流股份	20.63	688053.SH	思科瑞	-16.80
688333.SH	铂力特	18.36	688511.SH	天微电子	-15.67
688010.SH	福光股份	14.23	000561.SZ	烽火电子	-10.99
688231.SH	隆达股份	11.76	002829.SZ	星网宇达	-9.73
688685.SH	迈信林	8.96	002446.SZ	盛路通信	-8.94
688132.SH	邦彦技术	8.50	300123.SZ	亚光科技	-7.60
300354.SZ	东华测试	8.32	300581.SZ	晨曦航空	-7.08
688081.SH	兴图新科	7.22	688311.SH	盟升电子	-6.88
688582.SH	芯动联科	7.04	002414.SZ	高德红外	-6.75

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院整理

(二) 涉军上市公司数据

在上市公司数量方面,截至2025年1月24日,中国A股共有上市公司5393家,其中军工行业上市公司166家,占比3.08%。市值方面,截至2025年1月24日,A股总市值84.34万亿,军工行业上市公司总市值2.64万亿,占比3.13%。截至到2025年1月24日,市值排名前五位的上市公司分别是中国船舶、中航沈飞、中国重工、航发动力、中航光电。

图8: 军工行业上市公司数量与A股市值占比情况



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

我们选取中证军工指数和中证800分别来近似表征军工行业和整个A股市场,通过对两者2012年初至今收益率数据的回归分析,我们得到军工行业的贝塔系数(β)约为1.0631说明军工行业相对于市场波动性略强。

(三) 军工板块估值水平

从军工板块（剔除船舶总装类上市公司，并定期加入军工新股）估值水平的历史走势来看，我们将 2008 年 1 月至 2020 年 8 月作为一个时间跨度较大的典型牛熊周期，其中包含三个次级周期。经测算，大周期的板块估值中枢（取中位数）约为 59x，三个次级周期分别为 53x、59x 和 65x。

次 I 周期阶段，板块上市公司军品业务占比较小，主管部门对军工资产注入的态度并不明确，但此阶段行业估值水平除了考虑内生增速外，也将资产证券化因素部分纳入考量；

次 II 周期阶段，随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动，主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗，资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大，直到 2015 年年中达到峰值。与此同时，外延并购模式的高增长同样得到市场追捧，商誉风险也开始加速累积。自 2015 年 6 月以来，市场渐渐回归理性，资产注入和外延并购预期对板块估值水平的边际大幅减弱。

次 III 周期阶段，2019 年初以来，因备战需要，军工行业迎来大规模装备采购订单，军工上市公司业绩开始逐步释放，板块首次被市场纳入基本面投资的逻辑框架，估值与成长匹配研究成为主流。

展望未来，我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次 I 周期、次 II 周期和次 III 周期三个阶段，因此我们选取 2008 年 1 月至 2020 年 8 月大周期的估值中枢 59x 作为参照标准。

截至 2025 年 1 月 24 日，军工板块整体估值（TTM）57.06x，在估值中枢 59x 下方，当前估值分位数为 54.7%，在当前的市场环境中，上行空间依然较大。

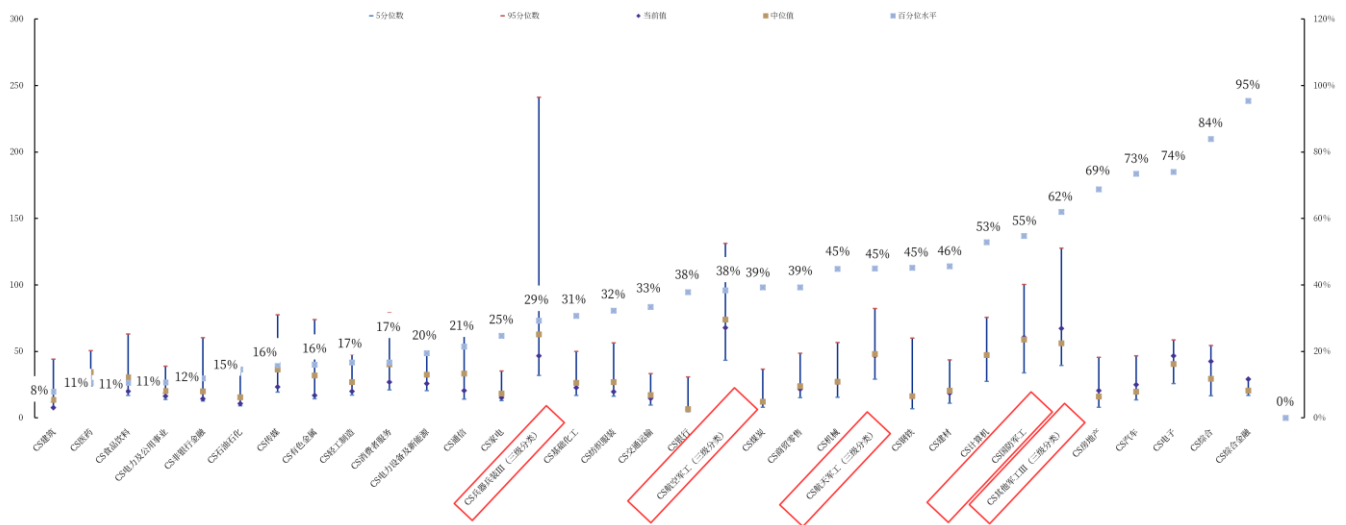
图9：军工板块估值 PE（TTM）走势情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

从横向对比来看，参照 zx 一级行业分类，截至 2025 年 1 月 24 日，估值前三位为国防军工（60.59 倍）、计算机（48.25 倍）、综合（46.56 倍），估值后三位的分别为银行（6.21 倍）、建筑（7.57 倍）、石油石化（10.80 倍）。相较于其它科技类板块，按照 zx 一级行业分类的军工行业的估值水平虽然相对较高，但估值分位数仅为 54.7%，提升空间较大。

图10: zx 各行业 PE 估值分位数情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院 注: 百分位水平为右轴

国防军工三级行业分类中, 航空军工、其他军工估值最高, 分别为 67.86 倍和 67.15 倍, 航天军工和兵器兵装估值分别为 46.55 倍和 46.73 倍。然而对比当前百分位水平, 航空军工 (38.4%)、其他军工 (62.0%)、航天军工 (45.0%), 皆有一定成长空间。兵器兵装为 29.2%, 显著低于 50%, 提升空间较大。

(四) 重要上市公司动态

【天箭科技 (002977.SZ)】2024 年度业绩预告: 成都天箭科技股份有限公司 2024 年度业绩预告预计净利润盈利 1350 万元至 1750 万元, 同比下降 65.03%至 73.03%, 主要原因是应收账款信用减值损失增加, 尽管客户资信良好, 但账期较长导致减值计提增加。

【红相股份 (300427.SZ)】2024 年度业绩预告: 红相股份有限公司发布 2024 年度业绩预告, 预计归属于上市公司股东的净利润为亏损 29,000.00 万元至 39,000.00 万元, 较上年同期亏损减少, 主要原因包括计提商誉减值、资产减值损失以及经营业绩下滑。

【航发控制 (000738.SZ)】航发控制结合 2025 年日常生产经营需要, 预计公司及子公司与控股股东中国航空发动机集团有限公司及其所属单位全年累计租赁业务总金额不超 2842 万元, 占公司最近一期经审计净资产的 0.24%, 无需提交股东大会审议。

【航天发展 (000547.SZ)】2024 年度业绩预告: 2024 年归属于上市公司股东的净利润亏损 16.3 亿元-18.3 亿元; 扣除非经常性损益后的净利润亏损 16.8 亿元- 18.8 亿元; 基本每股收益亏损 1.02 元/股-1.14 元/股。受市场周期性波动及客户招投标项目推迟等因素影响, 新签合同额不及预期, 成本持续发生, 收入和毛利相对不足, 部分紧急保障任务对应收入未覆盖支出。

【振华科技 (000733.SZ)】以自有资金 3,953.03 万元购买控股股东中国振华电子集团有限公司位于贵阳新天工业园区内的 16 号厂房及其附属土地, 以及第 0003615 号土地, 以优化生产场地布局, 提高经营效率。

【航天电器 (002025.SZ)】董事会和监事会会议调整 2022 年限制性股票激励计划回购价格为 45.62 元/股, 回购注销 5 人共计 66,946 股限制性股票, 公司股份总数将由 456,870,256 股减少至 456,803,310 股, 注册资本相应减少, 并发布关于回购注销部分限制性股票减少注册资本暨通知债权人的公告。

(五) 军工上市公司股权回购, 彰显公司信心

24年1月以来, 军工板块约67家上市公司开展了股票回购行动, 累计已回购金额34.89亿元, 计划回购总金额32.23-58.98亿元, 目前已回购占计划回购总金额的59.2%-108.3%, 彰显了军工企业对行业和自身发展的信心。

表3: 24年1月以来, 部分军工上市公司股权回购进度

代码	简称	最新公告日期	回购进度	回购实施			回购预案			
				已回购数量(股)	占总股本(%)	已回购金额(元)	数量(股)	上限(万元)	下限(万元)	占总股本(%)
000561.SZ	烽火电子	2025-01-04	实施	697,500	0.12	4,950,388.00	828,300	960.00	480.00	0.14
000066.SZ	中国长城	2025-01-02	实施	1,345,900	0.04	19,998,226.00	14,220,000	25,600.00	16,600.00	0.44
000066.SZ	中国长城	2024-12-03	完成	4,999,946	0.16	44,290,135.50	23,000,000	30,000.00	30,000.00	0.71
002025.SZ	航天电器	2025-01-16	董事会预案				66,946	305.41	305.41	0.01
002179.SZ	中航光电	2025-01-16	股东大会通过				1,390,346	3,461.96	3,461.96	0.07
002179.SZ	中航光电	2024-03-08	完成	384,958	0.02	8,495,025.35	384,958	849.50	849.50	0.02
002389.SZ	航天彩虹	2024-12-13	完成	25,160	0.00	317,511.66	25,160	31.75	31.75	0.00
002389.SZ	航天彩虹	2024-12-13	完成	2,626,158	0.26	33,298,895.59	2,626,158	3,329.89	3,329.89	0.26
002389.SZ	航天彩虹	2024-12-13	完成	202,000	0.02	2,479,030.63	202,000		256.13	0.02
600765.SH	中航重机	2024-09-25	完成	107,548	0.01	589,937.59	107,548	58.99	58.99	0.01
600967.SH	内蒙一机	2024-10-30	完成	842,070	0.05	3,797,000.00	842,070	379.70	379.70	0.05
600990.SH	四创电子	2024-07-20	完成	2,719,280	1.00	33,809,527.77	2,719,280	3,380.95	3,380.95	0.99
000818.SZ	航锦科技	2025-01-03	完成	19,155,961	2.82	391,667,277.47	10,526,316	40,000.00	30,000.00	1.55
002151.SZ	北斗星通	2024-09-21	股东大会通过				573,467	1,188.00	1,188.00	0.11
002151.SZ	北斗星通	2024-05-21	完成	123,700	0.02	2,402,015.01	123,700	240.20	240.20	0.02
002151.SZ	北斗星通	2024-01-17	完成	503,000	0.09	10,393,627.46	503,000	1,039.00	1,039.00	0.09
002214.SZ	大立科技	2024-05-28	完成	4,208,500	0.70	50,092,666.99	5,012,531	10,000.00	5,000.00	0.84
002413.SZ	雷科防务	2024-10-15	完成	10,365,928	0.79	28,921,532.23	10,365,928		2,865.98	0.78
002413.SZ	雷科防务	2024-03-13	完成	12,989,460	0.99	36,169,300.33	12,989,460			0.97
002520.SZ	日发精机	2024-12-28	实施	50,000,000	6.66	1.00	106,104,948	0.00	0.00	13.26
002520.SZ	日发精机	2024-08-02	实施	12,117,000	1.62	50,019,068.80	12,987,013	10,000.00	5,000.00	1.62
002829.SZ	星网宇达	2024-05-24	股东大会通过				898,473	3,000.00	2,000.00	0.43
300065.SZ	海兰信	2024-10-28	完成	2,834,600	0.39	30,018,931.16	4,285,714	6,000.00	3,000.00	0.59
300447.SZ	全信股份	2024-09-25	完成	3,207,700	1.03	35,002,038.90	4,307,251	6,000.00	3,000.00	1.38
603678.SH	火炬电子	2024-04-30	完成	560,600	0.12	29,994,479.50	545,454			0.12
603678.SH	火炬电子	2024-04-11	完成	1,147,878	0.25	24,997,400.00	714,300	2,500.00	1,500.00	0.16
300699.SZ	光威复材	2024-03-29	完成	6,352,000	0.76	161,655,465.88	8,032,100	30,000.00	15,000.00	0.97
002171.SZ	楚江新材	2024-03-07	完成	16,556,535	1.10	151,513,781.44	25,210,000			1.89
002935.SZ	天奥电子	2024-12-04	股东大会通过				130,357	111.32	111.32	0.03
002935.SZ	天奥电子	2024-10-08	完成	2,283,278	0.54	19,522,026.90	2,283,278	1,952.20	1,952.20	0.53
300101.SZ	振芯科技	2024-11-11	董事会预案				2,669,632	7,200.00	3,600.00	0.47
300101.SZ	振芯科技	2024-11-05	完成	3,192,000	0.56	44,998,879.00	4,123,711	8,000.00	4,000.00	0.73
300747.SZ	锐科激光	2024-12-30	股东大会通过				19,337		48.79	0.00
300747.SZ	锐科激光	2024-01-02	完成	1,797,927	0.32	45,643,546.46	1,797,927	4,564.35	4,564.35	0.32
300777.SZ	中简科技	2024-12-13	完成	1,167,000	0.27	29,999,994.00	729,217	3,000.00	1,500.00	0.17

603267.SH	鸿远电子	2024-10-29	完成	335,066	0.15	38,255,000.00	500,000			0.22
603267.SH	鸿远电子	2024-10-29	完成	429,642	0.19	53,489,600.00	601,564			0.26
603267.SH	鸿远电子	2024-06-13	完成	271,200	0.12	16,334,376.00	271,200	1,633.44	1,633.44	0.12
603267.SH	鸿远电子	2024-03-21	完成	471,000	0.20	20,291,200.00	375,000	3,000.00	2,000.00	0.16
688333.SH	铂力特	2025-01-03	实施	868,751	0.32	37,306,410.81	1,340,482	10,000.00	7,000.00	0.49
688333.SH	铂力特	2024-11-28	完成	532,360	0.20	25,327,109.41	459,107	3,000.00	2,000.00	0.17
688010.SH	福光股份	2024-05-21	完成	1,723,682	1.07	30,026,100.00	2,000,000	6,000.00	3,000.00	1.25
688002.SH	睿创微纳	2025-01-07	董事会预案				2,777,778	20,000.00	10,000.00	0.61
688002.SH	睿创微纳	2024-04-20	完成	5,487,900	1.21	199,976,906.34	1,666,666	20,000.00	15,000.00	0.37
600877.SH	电科芯片	2024-11-29	完成	107,627	0.01	1.00	107,627	0.00	0.00	0.01
603308.SH	应流股份	2024-05-07	完成	4,110,480	0.61	51,989,417.21	5,000,000	10,000.00	5,000.00	0.73

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院整理

三、行业动态

(一) 军工行业动态

【国防部介绍 2025 年全军军事训练情况】 1 月 17 日, 国防部新闻发言人吴谦介绍, 2025 年全军军事训练聚焦应对现实安全威胁, 深入开展实际作战场景下训练, 强化联合作战体系演练, 充分发挥军事训练慑战止战功能; 贯彻落实全军基础训练现场会、合成训练现场会部署, 按照新的基础训练大纲全面施训, 广泛开展跨军兵种混合编组等重点难点问题研练; 突出新型战机、舰艇、导弹等新装备训练, 积极探索无人、智能等新领域训练, 打造战斗力新的增长点; 深化“科技+”、“网络+”训练, 运用科技力量推动解决部队作战训练难题, 持续深化科技加持的战训法创新; 继续与世界相关国家和地区军队开展联演联训, 进一步丰富演练科目、扩大力量规模、增加联训时间, 积极参加国际军事体育比赛, 推动中外训练交流合作走深走实。(国防部网)

【英国将考虑在乌克兰部署军事基地和国防基础设施的可能性】 英乌百年伙伴关系协议显示, 英国将考虑在乌克兰部署军事基地和国防基础设施的可能性。英国首相斯塔默的办公室在他访问基辅后公布了这一协议。作为协议附件的宣言称, “英国将与乌克兰一起确定共同的军事需求, 并合作扩大我们可以共同开发的能力和技术的范围。协议参与者将探讨在乌克兰部署和维护国防基础设施的方案, 包括军事基地、后勤仓库、备用军事装备及其储存设施。这些设施可用于在面临重大军事威胁时加强自身防御能力”。(央视网)

【英国向乌克兰提供“墓鹰”防空系统】 据德国新闻电视频道网站 1 月 17 日报道, 英国在首相斯塔默访问乌克兰之际宣布向乌克兰提供 15 套“墓鹰”防空系统。据悉, 该系统是为满足乌克兰战场需求而“快速开发”的。伦敦方面表示: “这一新型系统的大小与货柜相当, 能调整空空导弹, 使其能用于陆基防空。这意味着它可以使用乌军手头现有的导弹。”包括由英国提供的先进近程空空导弹 (ASRAAM) 也可能通过“墓鹰”系统从地面发射。(新华网)

(二) 商业航天板块动态

【千帆星座第四批组网卫星成功发射】 2025 年 1 月 23 日 13 时 15 分, 在太原卫星发射中心, 千帆星座第四批组网卫星以“一箭 18 星”方式成功发射, 卫星顺利进入预定轨道, 发射任务取得圆满成功。目前, 垣信卫星已经完成千帆星座 72 颗卫星的发射任务及星座连续通讯实试验证, 千帆星座全面进入常态化发射组网阶段。

【地方两会期间, “商业航天”成为热议关键词】 商业航天的产业集群建设有望在各地支持

下进一步完善，产业集聚带来的协同效应将加速产业的升级和完善。例如，北京已形成“南箭北星”的商业航天成熟格局，中国星网的试验星发射逐步提速；上海的千帆星座已开始规模化发射组网，2025年计划完成一期648颗卫星的组网，实现区域网络覆盖；海南卫星超级工厂封顶，并于2025年6月正式投产，届时将逐步形成年产1000颗卫星的批量生产能力。2025年商业卫星产业将真正迈入需求侧与供给侧双向发力的时代，星座组网进入快车道，卫星制造端业绩有望逐步兑现。

【海南商业航天发射场将新建两个液体火箭发射工位】1月25日，海南商业航天发射场二期项目开工建设，计划新建两个液体火箭发射工位。海南商业航天发射场二期项目紧邻海南商业航天发射场一期，总用地面积约2000亩。项目采用“三平”测发模式，主要建设发射区、技术区和古松测控站。

- 技术区将建设商业航天指挥控制中心、火箭总装测试厂房等设施。
- 发射区将建设三号、四号两个液体火箭发射工位及相关配套设施。
- 此外，还将新建发射区测控系统，并对气象系统、通信系统等进行改扩建。

该项目的建设，将极大提升海南商业航天发射场综合发射能力，满足我国当前日益增长的商业发射需求。

（三）低空经济板块动态

【地方两会期间，“低空经济”热议，各地25年低空产业投资进入落地期】广东已集聚全国30%以上低空产业链企业，计划打造“1+3+N”低空经济发展平台，完善低空物流、城市空中交通、应急救援等体系；海南提出要深化低空空域管理改革，推进通用机场、低空飞行器起降场等保障设施建设，拓展低空应用场景；上海有序推进虹桥国际低空经济产业园、华东无人机基地建设，培育壮大低空经济等战略性新兴产业。相较于2024年，25年各省市的低空探索将更加积极。随着政府专项债的落地叠加运营商资本开支的倾斜，低空产业基建端有望迎“爆发年”。

【《广州市低空经济发展条例》正式公布】1月21日，《广州市低空经济发展条例》正式公布，将于2025年2月28日起施行。《条例》包括总则、基础设施、飞行服务、产业发展、应用推广、安全保障、法律责任、附则共8章41条，聚焦空域、基础设施、飞行服务、产业发展、应用场景等关键问题，在法治轨道上为新兴产业发展开辟路径，推动广州低空经济高质量发展。

【民航局发布三部适航规章公开征求意见稿】1月20日，民航局网站发布通知，就《螺旋桨适航规定（征求意见稿）》《正常类旋翼航空器适航规定（征求意见稿）》和《运输类旋翼航空器适航规定（征求意见稿）》三部适航规章公开征求意见。此次修订分别基于现行《螺旋桨适航标准》（民航局发【1987】字第104号）、《正常类旋翼航空器适航规定》（CCAR-27-R2）、《运输类旋翼航空器适航规定》（CCAR-29-R2），结合国内外相关产品审定（认可）经验和国际民用航空公约相关附件的有关要求，增加对新设计和新技术的审定要求。

【十四部门联合发布《关于加强极端场景应急通信能力建设的意见》】1月18日，工业和信息化部、中央空中交通管理委员会办公室、国家发展和改革委员会等十四部门联合发布《关于加强极端场景应急通信能力建设的意见》。《意见》提出，到2027年，应急通信步入高质量发展快车道，空天地海一体关键技术创新突破，极端条件适用装备有效供给，应急通信特色服务持续拓展。《意见》明确，聚焦信息通信新技术，通过国家、部省科技重大专项和重点研发计划支持应急通信关键技术攻关突破。推动无人机空中通信、室内定位导航等适用于极端场景的重点技术研发。设立专门科目支持应急通信高端、新型、适用装备研制，重点加强无人空中载体装备、高空基站等高机动性装备研发推广。健全应急通信协同保障机制，开辟应急通信无人航空器快速审批绿色通道。加强各型应急通信无人航空器配备部署和规范管理，形成布局合理、快速支援的空中保障能力。

四、投资建议：蓄锐气，待花开

短期看，军工指数自底部已累计上涨超过 35%，但行业订单拐点仍未出现，强预期+弱现实使得板块估值抬升将难以为继，叠加一月份年报预告和春节因素，板块或延续震荡格局；

中期看，行业订单渐行渐近，叠加 25 年高景气确定，强预期向强现实过渡，节后行业β机会或再次凸显；

长期看：首先，2027 年建军百年近在咫尺，高景气有望延续；其次，外延并购+资产注入预期再起，资本运作将成为重要投资主线之一。

建议关注：

- 短景气将扭转+中景气无忧：紫光国微、楚江新材、新劲刚、航宇科技、菲利华、智明达；
- 短期变化积极+长景气持续：中国卫星、中航沈飞、航发动力、四川九洲、国睿科技、航天电子；
- 资本运作预期标的：航材股份、航发控制、乐凯新材等。

五、风险提示

军品订单不及预期，产品价格下行的风险，原材料价格变动的风险等。

图表目录

图 1: 基金军工持仓占比与军工指数走势对比.....	3
图 2: 基金军工持仓占比（剔除军工主题）与军工指数走势对比.....	3
图 3: 基金军工持仓集中度与军工指数走势对比.....	4
图 4: 基金军工持仓集中度（剔除军工主题）与军工指数走势对比.....	4
图 5: 基金军工超配比例与军工指数走势对比.....	5
图 6: 上周 zx 一级行业指数涨跌幅情况.....	6
图 7: 上周 zx 军工三级行业指数涨跌幅情况.....	6
图 8: 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况.....	7
图 9: 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况.....	8
图 10: zx 各行业 PE 估值分位数情况.....	9
表 1: 前二十大持仓军工股变化情况（持股市值以 2024.12.31 日计算）.....	5
表 2: 军工行业涨跌幅榜前十.....	7
表 3: 24 年 1 月以来, 部分军工上市公司股权回购进度.....	10

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良：制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 10 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森 军工行业分析师。证券从业 5 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyongyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn