

国防军工

内外兼修，左右逢源——论印巴冲突对军工行业的影响

响

报告摘要

一、印巴冲突加剧下，军工再次引发全市场关注

5月7日，巴基斯坦军方官员披露印度军方当天凌晨向巴本土及巴控克什米尔地区至少6处地点进行空袭，巴军随即展开反击并击落印空军战机。

当日，国防军工（申万）上涨3.70%，在31个行业涨幅中排名第一，成交量也再次创下2025年以来新高。其中，中航成飞、中无人机、国睿科技、航天南湖等涉及军贸业务的上市公司涨幅居前。

二、短期来看，本次印巴冲突对军工行情的影响

地缘政治事件对军工行业行情短期影响，按照重要性先后次序，可分为三个方面：

① 事件和中国的相关度，如2017年中印洞朗地区对峙>朝鲜导弹发射>中东地区冲突；

② 事件发生时市场风险偏好高低，如风险偏好较高，容易出现情绪性刺激，如风险偏好较低，则往往波澜不惊；

③ 事件持续时间，短期的或一次性的事件，无法形成持续性刺激，多现“一日游”甚至“高开低走”，而如2016年南海仲裁、2017年中印对峙等事件则形成了短期中等级别的行情表现。

针对本次印巴冲突加剧：

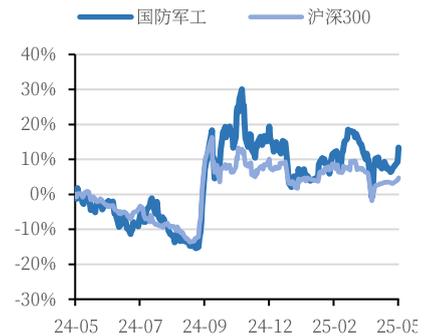
① 交火地区克什米尔临近中国，巴基斯坦作为中国军贸的重要进口国之一，和中国相关度较高；

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

滕明滔 研究助理
SAC执业证书: S0640123070037
联系电话: 010-59562521
邮箱: tengmt@avicsec.com

相关研究报告

军工行业周报：基本面回暖在望，主题侧利好频现 —2025-04-28
军工行业周报：或是本轮军工周期最后一波利空 —2025-04-21
商业航天产业4月月报：动荡时局下的稳步发展 —2025-04-17

② 5月7日上午，国新办新闻发布会举行，降准降息等一揽子金融政策出台，市场风险偏好有所修复；

③ 近期印巴冲突局势持续升级，事件可能会反复和发酵。

因此，短期来看，本次地缘政治冲突，或将对军工行情将持续产生刺激和支撑。

二、中长期看，印巴冲突对军工行业的影响

巴基斯坦与我国在军贸进出口贸易商依存度较高，特别是集中在航空、航天、航海等高价武器装备领域。根据瑞典斯德哥尔摩和平研究所（以下简称“SIPRI”）的统计，巴基斯坦是我国重要的军贸产品进口国，按照 SIPRI 军贸指标统计，过去五年（2020-2024 年），中国对巴基斯坦的军贸出口指标占总军贸出口指标的 63.02%，而巴基斯坦的军贸进口指标中有 81.15% 来自中国。具体来看，根据国内外媒体报道，巴基斯坦进口了我国包括歼 10CE 战斗机、LY-80 中程防空系统（红旗 16 出口型）、红旗-9/P 远程防空导弹系统、054A/P 性护卫舰等航空航天航海武器装备系统。

本次印巴政治冲突，对于军工行业的直接影响集中在军贸领域，在中长期维度上，将进一步加强全球军贸逻辑，带来国防军工市场上限突破。美国关税覆盖之广、力度之大，将使得全球范围地缘政治局面不确定性加大，历史上，1930 年《斯姆特-霍利关税法》导致全球贸易崩溃，直接催化日本军国主义崛起和二战爆发，逆全球化下，各国安全诉求进一步提升，全球军贸逻辑得到强化。对于我国而言，随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变、我国政策出台引导军贸出口合规发展等因素，我国军贸短期内有望持续增长，并在“十四五”末期由恢复式增长向供需共振驱动增长转变。

而富有弹性的军贸市场，也将成为我国军工行业持续高增长的新动力和加速度来源，我国国防科技工业或将乘机借势形成“内外兼修”，结合“一带一路”战略实现“左右逢源”。

（具体全球及中国军贸发展趋势研判，对军工上市公司发展的影响

详见正文部分)

另外，2025 年以来，中航工业、航天科工、兵器装备、中国电科、中航技、中国船舶工业贸易、中国北方工业等军工集团和军贸公司纷纷将军贸作为其主责主业或核心使命，陆续围绕军贸业务开展交流与合作，高质量推进军贸工作。

而伴随我国军贸市场的复苏，多家军工上市公司，包括央国企及民参军上市公司已经布局或准备积极拓展国际市场，2025 年以来，中航成飞、中无人机、洪都航空、航天彩虹、中天火箭、航天南湖、内蒙一机、国睿科技、北方导航、中兵红箭、富吉瑞、国科军工等多家军工上市公司公告里明确公司业务已经涉及或正在规划军贸业务(详情请见表 8)。

四、2025 年投资建议

新时代军工行业具有更优的资产质量、更新的景气赛道、更大的业务规模、更高的市场天花板，军工行业的估值体系也将进行重塑，享受更新更高的溢价。

对于全年及二季度军工行业研判，我们认为：

① 随着年报和一季报集中披露，未来基本面和情绪面将不断修复。当前行业整体已看不到更多的利空或者潜在利空；

② 从节奏上看下半年好于上半年，业绩有望逐季度环比提升；

③ 军工行业上行态势，相比其余行业的下行压力，比较优势将更加凸显；

④ 年初以来，低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军事智能化等主题高度活跃,我们认为，这些大军工新域新质主题仍将会不断深化、反复演绎；同时，伴随着军工基本面有望迎来持续回暖，主题活跃+业绩提振，将构成未来较长一段时间的二重奏，共同推动军工整体行情的再次到来。

短期内，在当前所处的年报、一季报发布后的消息真空期内，印巴冲突等地缘政治变化对军工板块的刺激也将在影响力度和时间长度上放大更为明显。

整体节奏上，我们认为，“进二退一”或成为中长期常态，内部也将呈现出轮动与分化，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，军工行业融资余额处于历史高位，也是造成波动的潜在因素。军工行业重回市场主舞台后，增量资金配置或将倾向于白马。

我们对军工行情的节奏判断如下：

- ① **填洼地**：前期超跌、悲观预期充分体现的领域，如军工电子、军工材料；
- ② **塑权重**：沪深 300 和 A500 等指数中的军工权重股；
- ③ **“双击”**：待到“十四五”末订单和业绩的逐步兑现，以及“十五五”计划的逐步明朗，将带来业绩和估值的“双击”；
- ④ **行业特殊性溢价**：并购重组、市值管理预期、地缘政治刺激、新质生产力和新质战斗力等带来的行业溢价。

五、投资趋势和方向

- ① 军工行业依然处于景气大周期；
- ② 随着“十四五”进入攻坚阶段，“十五五”计划逐步明朗，行业将进入“V”字反转；
- ③ 关注无人装备、军事智能化、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ④ 关注低空经济、民机、商业航天、深海、军贸、信息安全等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- ⑤ 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

正文目录

一、 中国军贸有望由恢复式增长向供需共振驱动增长转变.....	7
(一) 全球军贸的发展趋势研判：整体有望迎来快速修复.....	7
(二) 中国军贸的发展趋势研判：由恢复式增长向供需共振驱动增长转变.....	9
1、 2022 年以来中国军贸迎来贸易顺差期	9
2、 中国军贸未来有望由恢复式增长转为供需共振驱动增长.....	10
(1) 我国军贸产品竞争优势不断提升.....	11
(2) 产能有望外溢，更好满足军贸需求.....	12
(3) 部分国家军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口	13
(4) 全球战争形态的演变或通过军贸，推动武器装备的高精尖与低成本化并行发展.....	13
(5) 政策出台引导军贸出口合规发展.....	14
3、 军贸产品将持续集中在航空、航天以及新域新质领域武器装备 .	15
(三) “军贸之变”对军工企业发展影响：增收增利，提质增效	17
1、 增收：提高企业营收规模，降低业绩波动性风险	18
2、 增利：军贸的溢价属性可以显著提升企业盈利空间.....	19
3、 提质增效：促进武器装备技术升级，提高全产业链研发生产效率	21
二、 军贸上市公司相关业务情况或规划	22
三、 军工板块 2025 年行情走势节奏判断.....	24
四、 风险提示.....	26

图表目录

图 1 2023-2024 年全球军贸指标出现调整（单位：亿 TIV）	8
图 2 2002 年以来我国军贸进出口的四个时期	10
图 3 我国军贸在“十四五”末期或由恢复式增长转为供需共振驱动增长	11
图 4 2023 年以来中国军贸市场的部分案例	11
图 5 我国各类武器装备军贸出口情况（采用五年均值）变化（单位：百万 TIV）	17
图 6 军贸复苏对军工企业的促进作用（双回路正反馈）	18
图 7 相较于本国市场，军品通过军贸出口的溢价特征显著	19
图 8 2025-2027 年军工板块走势分析及判断	25
表 1 多家军工央企在第十五届珠海航展首次展示各类武器装备	12
表 2 2025 年以来我国军工集团和军贸公司关于军贸相关的最新表述或规划	13
表 3 2022 年以来，我国商务部、海关总署、国家国防科工局等发布的各类产品出口管制的公告	15
表 4 2005-2024 年中国军贸出口规模显著增加	16
表 5 2005-2024 年中国军贸进口规模显著减少	16
表 6 军贸收入占比提升下，军贸的溢价将带来上市公司毛利率的明显提升	20
表 7 军贸可以对航空产业链下游上市公司毛利率显著改善	20
表 8 2025 年以来多家军工上市公司披露相关军贸业务情况或规划	22

一、中国军贸有望由恢复式增长向供需共振驱动增长转变

军贸将成为全球大变局之下的受益领域之一。从全球来看，俄乌冲突强化了各国自身的安全诉求，多国军费进入新一轮开支期，全球军贸市场有望持续维持较高热度。对我国而言，近年来随着军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，供给能力已基本能够满足内需，武器装备“出海”的条件也逐步成熟。具体来看，央国企方面，航天彩虹的无人机系统已出口“一带一路”沿线 10 余个国家，航天南湖 IPO 上市且军贸在手订单充足，广东宏大布局高端智能武器装备的军贸业务；民参军企业方面，高德红外新签军贸采购合同，理工导航产品批量装备的多个武器系统进入国际军贸市场。据南方日报消息，在 2024 年第十五届珠海航展上，签订总值约 2856 亿元合作协议，成交各种型号飞机 1195 架，同时我国部分军工央企的多款新型装备在本次航展上首次公开亮相，涵盖航空航天、军工信息化、无人装备、低空经济、商业航天等领域。

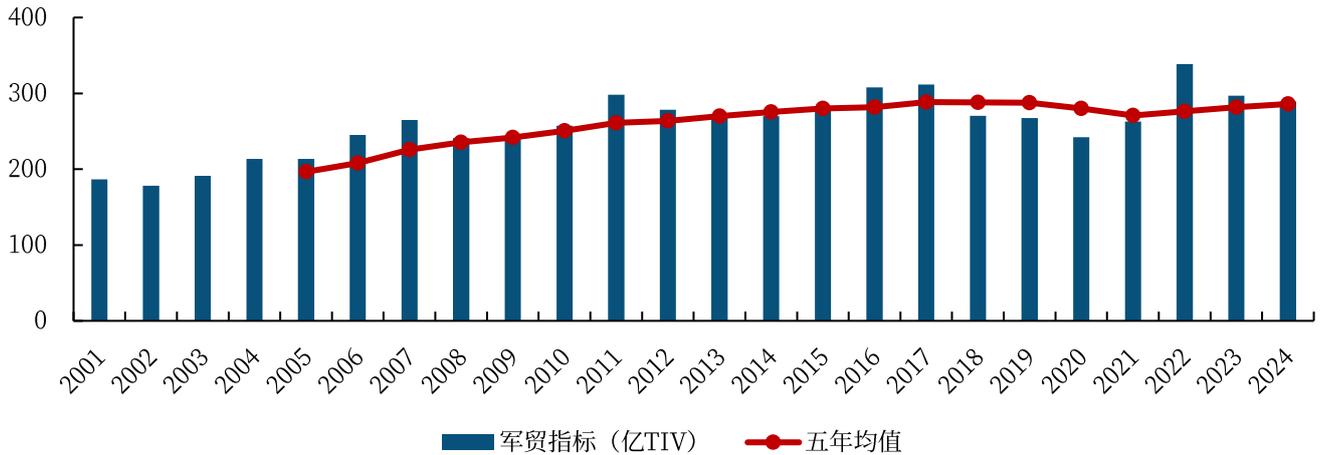
我们判断，在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，全球军贸市场整体将持续快速增长。对于我国而言，随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变等因素，我国军贸短期内有望持续增长，并在“十四五”末期由恢复式增长向供需共振驱动增长转变。

综上所述，富有弹性的军贸市场，有望成为我国军工行业持续高增长的新动力和加速度来源，我国国防科技工业或将乘机借势形成“内外兼修”，结合“一带一路”战略实现“左右逢源”。

（一）全球军贸的发展趋势研判：整体有望迎来快速修复

2024 年，SIPRI 全球军贸指标略有下降，但是军贸热度仍然维持在高位，根据 SIPRI 数据，单年度看，全球军贸指标在 2022 年高速增长，创下 21 世纪以来新高，但由于军贸订单签订与交付存在时间差，以及近年来二手装备占比提升的影响，2023 年全球军贸指标同比下降 12.37%，2024 年再次同比下降 2.51%，而 2020-2024 年军贸指标的五年均值则依旧实现了同比 1.56% 的增长。基本符合历史上军贸指标存在周期性波动，但整体重心上行趋势不变的特点。

图1 2023-2024 年全球军贸指标出现调整（单位：亿 TIV）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

对于全球军贸的发展，我们认为有“两个不变”，分别是全球军费增速总体保持增长的事实没有改变，全球军贸长期稳定增长的逻辑没有改变。据我们在 2023 年深度报告《军贸：内外兼修，左右逢源》中对 SIPRI 数据的剖析，发现 2023 年 SIPRI 披露的全球军贸交付的武器装备中，二手武器装备的占比提高了，但由于折价因素，导致其总体价值量不高，从而造成全球军贸总体指标有所下降。从微观数据来看，洛克希德·马丁、诺斯罗普·格鲁曼等全球主要军工上市公司的国外收入增速基本为正，进一步说明全球军贸指标实际或仍维持在高位。以 SIPRI 为代表的宏观数据“偏冷”，上市公司的微观数据“偏热”，宏观数据与微观感受之间的“温差”有望随着全球军贸活动的恢复持续得以调和。

2024 年，国际局势变乱交织，百年变局加速演进，全球军费增速再创新 30 年来历史新高。全球军费开支合计达到 2.72 万亿美元，较 2023 年增长 9.4%，创下自冷战结束以来的最大同比增幅。其中，美国军费开支增长 5.7%，达到 9970 亿美元，占北约总军费开支的 66%，占 2024 年世界军费开支的 37%。此外，俄乌冲突以及对于美国针对北约承诺的质疑导致欧洲军费开支增长 17%。

俄乌、巴以、印巴等地缘政治冲突的持续或加剧，正在不断提高全球各国的安全诉求，部分国家增量军费大概率将以军贸形式流向其他军事强国，也将进一步加速国际军贸市场的恢复。根据 SIPRI 披露的明细数据，2023 年全球军贸产品中的二手和二手但现代化两类产品的总体指标是增长的，这类二手军贸产品主要销往乌克兰。随着俄乌战场对当前全球库存老旧武器装备的消耗，未来全球军贸将回归以新产品的需求为驱动的上行通道。

综上，我们判断，短期内，2023-2024 年全球的高军费投入，以及众多地缘政治冲突的持续或加剧，都预示了全球军贸市场仍然处于一个实质性的上行周期之中。在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，可以预见，全球军贸市

场整体将继续保持整体震荡增长。

（二）中国军贸的发展趋势研判：由恢复式增长向供需共振驱动增长转变

最近两年来，随着国际局势的波云诡谲，俄罗斯等传统军贸大国的出口缩减，同时受益于我国国防科技工业体系的完善和国产替代能力的提升，我国军贸出口量显著增长，带动净出口额显著提升。我国或将进入下一个贸易顺差期。

我国军贸产品竞争力持续提升。2024年第十五届珠海航中，合计签订总值约2856亿元合作协议，成交各种型号飞机1195架。同时我国部分军工央企的多款新型装备在本次航展上首次公开亮相，涵盖航空航天、军工信息化、无人装备、低空经济、商业航天等领域。

我们判断，在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，全球军贸市场整体将持续快速增长。对于我国而言，随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变、我国政策出台引导军贸出口合规发展等因素，我国军贸短期内有望持续增长，并在“十四五”末期由恢复式增长向供需共振驱动增长转变。

综上所述，富有弹性的军贸市场，有望成为我国军工行业持续高增长的新动力和加速度来源，我国国防科技工业或将乘机借势形成“内外兼修”，结合“一带一路”战略实现“左右逢源”。

1、2022年以来中国军贸迎来贸易顺差期

近年来，中国的武器装备发展，始终坚持独立自主、自力更生、自主创新的原则，主要依靠自己的力量进行研制和生产。同时，中国对军品出口一向采取慎重、负责的态度，依据中国承担的国际义务和国内法律法规对军品出口进行严格管理，遵循军品出口三原则：即有助于接受国的正当自卫能力；不损害有关地区和世界的和平、安全与稳定；不干涉接受国内政。

受益于我国通过军费在武器装备方面的长期投入，近年来，国产装备质量和种类均获得了显著的提升。根据 SIPRI 的军贸趋势指标，中国军贸进出口实现此消彼长的趋势。我们根据中国军贸的进出口平衡情况，将其划分为四个时期，即贸易逆差期（2002-2009年）、贸易顺差期（2010-2017年）以及贸易平衡期（2018-2021年）以及贸易顺差期（2022年始），具体各阶段特点如下：

①贸易逆差期（2002-2009年）：此阶段我国军贸进口量较大，其中，飞机（含

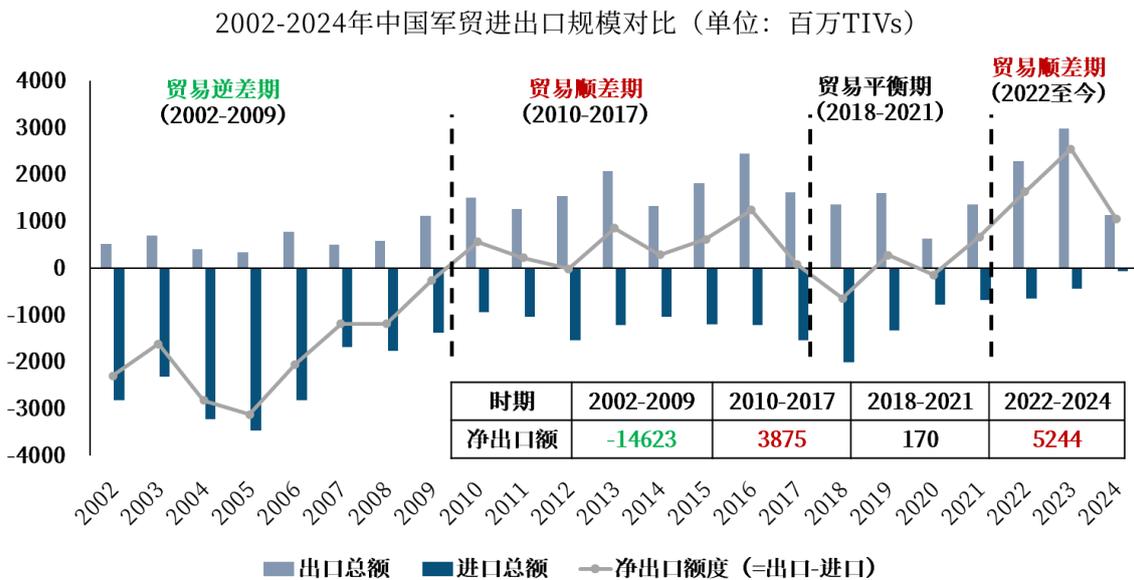
无人机)、发动机、导弹、舰船等“三航”(航空、航天、航海)高端信息化武器装备居多;

②**贸易顺差期(2010-2017年)**:此阶段我国军贸出口量快速增长,出口产品以飞机(含无人机)、导弹、装甲车等武器装备为主,飞机(含无人机)的进口量有所下降,但发动机进口量有所增长,凸显我国飞机总装领域进步明显;

③**贸易平衡期(2018-2021年)**:此阶段我国军贸出口量有所下滑,进出口整体处于平衡状态,“三航”高端信息化武器装备出口占比有所提升;

④**贸易顺差期(2022年至今)**:最近两年来,随着国际局势的波云诡谲,俄罗斯等传统军贸大国的出口缩减,同时受益于我国国防科技工业体系的完善和国产替代能力的提升,我国军贸出口量显著增长,带动净出口额显著提升。我国或将进入下一个贸易顺差期。

图2 2002年以来我国军贸进出口的四个时期

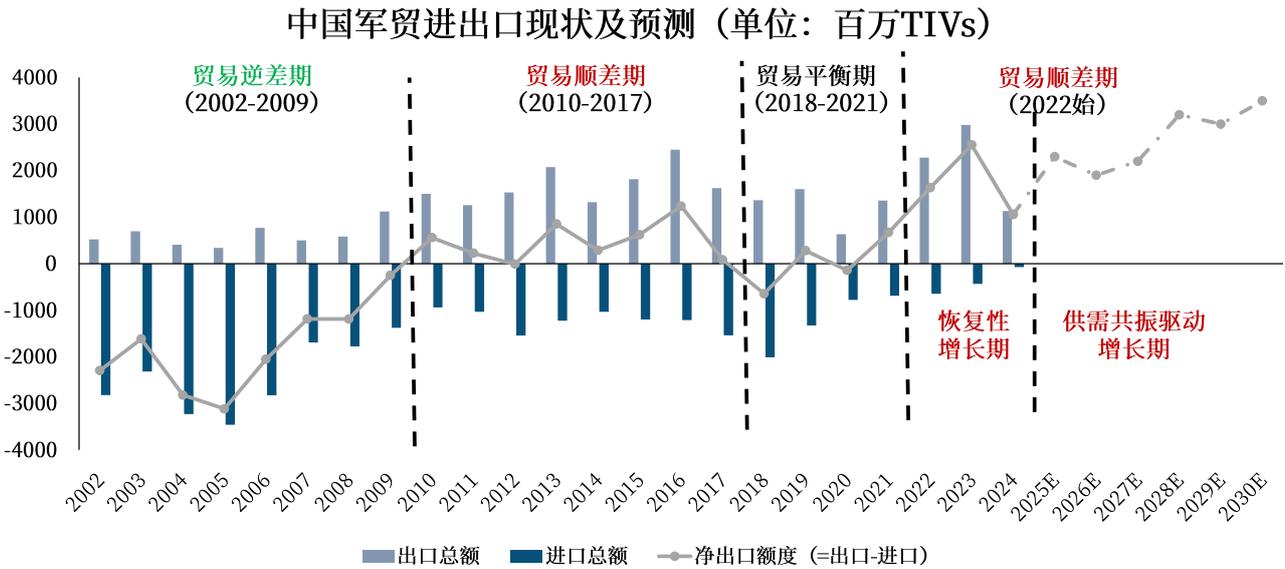


资料来源: SIPRI, 中航证券研究所整理

2、中国军贸未来有望由恢复式增长转为供需共振驱动增长

随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升,之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变,叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变,政策出台引导军贸出口合规发展等因素影响。我国军贸在短期内有望持续增长,并在“十四五”末期由恢复式增长向供需共振驱动增长转变,武器装备发展重心向装备体系化与集团化方向发展。

图3 我国军贸在“十四五”末期或由恢复式增长转为供需共振驱动增长



资料来源: SIPRI, 中航证券研究所整理

各因素的边际变化具体分析如下:

(1) 我国军贸产品竞争优势不断提升

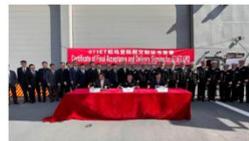
经过几十年的投入, 我国的军工行业已基本具备“内循环”的技术基础和物质条件。当前, 国际军贸市场对“质美价优”武器装备的需求日益旺盛, 这使得中国军贸在国际市场上的竞争优势正在不断提升。2023年以来, 中国已与阿联酋签约出口 L15 教练机, 面向泰国交付舰船, 援助埃及卫星 (详见下图)。

图4 2023年以来中国军贸市场的部分案例

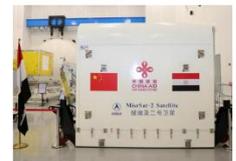
2023年2月, 中国与阿联酋已经成功签约向阿出口L15“猎鹰”教练机



2023年4月, 中泰两国在沪东中华造船厂集团建造的071ET型船坞登陆舰上签署交船证书, 舰船已正式移交泰国海军。



2023年6月, 中国援助埃及二号卫星初样星交付仪式举行, 此次交付使埃及成为首个具备卫星总装、集成和测试能力的非洲国家。



资料来源: 中航工业官微、新华网、新华社、光明网等, 中航证券研究所整理

两年一度的中国航展是我国航空航天等军贸产品竞争力的集中体现。2024年

第十五届中国航展共举办会议论坛、签约仪式、商务洽谈等活动 247 场，签订总值约 2856 亿元合作协议，成交各种型号飞机 1195 架。其中，航天科技集团首日签约近 600 亿元，创历史新高，其中防务领域已经涉及一系列重点装备产品出口。同时，我国部分军工央企的多款新型装备在本次航展上首次公开亮相，涵盖航空航天、军工信息化、无人装备、低空经济、商业航天等领域，代表产品包括中型隐身多用途战斗机歼-35A、红-19 地空导弹武器系统、彩虹-9 中空长航时无人机等。我们判断，随着新型装备的迭代升级，新型装备的军贸版本有望持续提升我国在国际军贸市场上的综合竞争力。

表1 多家军工央企在第十五届珠海航展首次展示各类武器装备

所属领域	装备名称（所属军工央企）
航空战斗机	中型隐身多用途战斗机歼-35A、中远程重型双座多用途隐身战斗机歼-20S、海军重型舰载战斗机歼-15T（中航工业）
航空发动机	AEF1200 发动机、兆瓦级航空混合动力系统、低油耗小功率涡轴发动机（中国航发）
航天防务	红旗-19 地空导弹武器系统、FD-2000A 中远程防空武器系统、FK-4000 防空武器系统、CM-98 隐身多用途导弹、CM-502X 单兵巡飞攻击导弹（航天科工），“火龙”360 型 300 毫米制导火箭弹（兵器工业）
军工信息化	YLC-2E 型 S 波段远程多功能雷达（中国电科），飓风 3000、飓风 2000 高功率微波武器系统（兵器装备），太行 CAE 仿真软件（中国航发），VE37 电子侦察干扰车、VE38 末制导综合防护车（兵器工业）
无人装备	彩虹-7 无人机、彩虹-9 中空长航时无人机（航天科技），大型无人作战艇“虎鲸号”（中国船舶）
低空经济	AR-E3000 电驱动垂直起降飞行器，“祥云”AS700 载人飞艇，“光箭”、“天盾”系列激光安防装备（中航工业），eVTOL 电力推进电机（中国航发）
商业航天	昊龙货运航天飞机（中航工业），长征六号丙运载火箭、长征八号甲运载火箭、长征十二号系列运载火箭、液氧甲烷发动机 YF-209、开式循环液氧煤油发动机 YF-102V（航天科技）

资料来源：中国新闻网、中国财富网、军工央企官网及公众号、澎湃新闻、中航证券研究所整理

（2）产能有望外溢，更好满足军贸需求

短期内，限制我国军贸出口恢复的主要因素可能也包括“十四五”期间旺盛的国内需求，导致产能重心更多倾向于国内需求。

聚焦到供给侧的产能方面，根据我们的研究分析，军工行业的产能提升在过去多依赖于国家财政支持或技改投入，计划性较强，难以及时适应和响应短期急需，同时实施主体以军工央企为主，社会化资本参与较少，民营企业扩产意愿不强，扩产能力也不足。随着政策对直接融资的支持鼓励，以及注册制的成熟，军工行业扩产迎来了有源之活水。结合募投建设周期和扩产幅度，我们判断本轮扩产的建设期将在“十四五”末前完成，在此过程中产能有序提升，产能有望在 2024 年之后得到充分释放。

与此同时，近年来，各大军工集团和军贸公司纷纷将军贸作为其主责主业或核心使命，陆续围绕军贸业务开展交流与合作，高质量推进军贸工作。

表2 2025年以来我国军工集团和军贸公司关于军贸相关的最新表述或规划

军工集团/军贸公司	关于军贸相关的最新表述或规划
中国航空工业集团	国际业务、科技创新、深化改革取得新成果
航天科工集团	坚决完成国际化经营年度任务
兵器装备集团	推动装备订货，强化供应链安全保障，拓展项目竞标，强化军贸市场开拓
中国电科集团	深化海外国际合作业务，打造可持续发展新动能
中航技进出口有限责任公司	做精做实军贸科研，依托国际需求输入和市场化合作机制，逐步构建涵盖海陆空天网的航空军贸体系化解决方案
中国船舶工业贸易公司	着力提升国际化经营能力，坚定不移走国际化发展道路
中国北方工业有限公司	树牢军贸首责，提升军贸核心竞争力

资料来源：各集团公司的官网或微信公众号，中航证券研究所整理

综上可以预见，随着我国军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，军工行业的生产能力将在某个时候达到并超过国内的军用需求，届时部分产能有望外溢，更好地满足军贸需求。

(3) 部分国家军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口

尽管当前西方多国已陆续克服经济下行压力的影响，投入到军品的研发和生产，但是俄罗斯等传统军贸大国近年来的军贸总额持续下降，叠加俄乌冲突的影响，更将助推俄罗斯国内生产的军工产品优先供给国内作战需求，与之相对其用于军贸出口的军品生产也将受到较大影响。

在此之下，地缘政治冲突或导致部分国家军贸出口萎缩，导致其客户存在需求缺口，而中国军贸有望弥补这一需求缺口。近年来我国向巴基斯坦、塞尔维亚以及中东地区等国家的军贸出口品类上取得突破就是例证之一。

(4) 全球战争形态的演变或通过军贸，推动武器装备的高精尖与低成本化并行发展

战争形态是以主战武器装备技术属性为主要标志的战争历史阶段性的表现形式和状态，是人类社会生产方式和运动在军事领域的表现。自冷战结束以来，全球范围内大规模作战的频次相较以往已有所减少，但与更低的大规模战争频次相背的是战争形态出现了日新月异的发展。尤其是在近年来在以俄乌、亚阿、巴以等为代表的冲突、战争中战争形态已经较此前有了不小的变化。战争形态的演变必然将导致武器装备需求侧的革新。

武器装备的高精尖化是自上世纪美苏冷战以来的发展定式，以航空领域为例，自二战以来，由于航空领域技术的不断突破，航空装备向高精尖化发展在此前数

十年间已成为主要趋势。但自利比亚战争发生以来，在后续的叙利亚战争、亚阿纳卡军事冲突中，低成本装备的使用逐步成为决定战争走向的关键一环，但在当时这一趋势并未在国际上引发足够广泛的思考。

俄乌冲突发生以来，低成本装备在一定程度上成为了这场冷战后少有的高强度、高烈度战争的“主角”。考虑到俄乌双方，尤其是俄罗斯作为传统的军事强国有较为全面的先进装备技术储备与产业链条，世界各国战场态势感知、战略分析机构对于此前战争中“低成本武器装备的活跃本质上是受迫于技术局限性的无奈之举”的判断进行了重新审视。美国大西洋理事会在 2022 年 9 月便明确声明“俄乌冲突为美国敲响了警钟……应加快从少量精密且昂贵的装备向大量小型低成本系统的转变……尽管美国一直重视采购精密且昂贵的装备，但成本相对低廉且易获得的技术对未来空战和太空战更为重要”。

我们认为，低成本装备的“异军突起”本质仍是武器装备极致效费比的追求，与此前航空装备选择高精尖化发展的内核一致。与在 F-22 首次参与的北约“红旗”军演中，5 代机 F-22 对 4 代机的战损比达到 36:1 对航空装备领域的震撼一样，千元级别的消费无人机在一定程度上完成了数千万美元的“察打一体”无人机的部分功能这一事实也开启了低成本高效费比航空装备的全新篇章。千元级别的无人机在功效上部分完成了千万量级察打一体无人机的作用且击落成本远高于其采购价值才是其在近期战争中大规模应用的原因，本质上来看，低成本装备的发展重点不在成本的低廉而在于效费比的高效。正如斯洛伐克全球安全政策研究院的研究显示，“无人机的广泛使用也在改变对防空的要求，使用昂贵导弹打击廉价无人机或无人机群是没有意义的，需要更低成本的导弹、其他动能或电磁对抗系统”。

武器装备的核心在于对抗性，无人机的大规模使用令较小规模的军事力量甚至非国家军事主体获得了挑战拥有较强空中力量的常规军队的手段。正如低成本作为针对武器装备高精尖化的反制手段一样，针对低成本装备的反制措施也已经引起世界各方的重视。装备的发展没有永恒的路径依赖，方向性往往只能指引一段时间内的行业趋势，因此全球战争形态变化的演变，有望引导我国军工领域武器装备的高精尖化与低成本化并行，装备体系化、集团化发展或将成为未来装备发展的主线。

(5) 政策出台引导军贸出口合规发展

2022 年以来，我国商务部、海关总署、国家国防科工局等发布的出口管制公告中，实施出口管制的产品包括无人机、传感器、航空航天结构件及发动机制造相关装备等。商务部表示，出口管制不是禁止出口，出口符合相关规定的，将予以许可。实施出口管制，旨在维护国家安全、履行国际义务。2024 年 11 月，商

务部会同有关部门相继发布《中华人民共和国两用物项出口管制条例》（简称《条例》）和《中华人民共和国两用物项出口管制清单》（简称《清单》），自 2024 年 12 月 1 日起实施。商务部表示，统一的《清单》将有利于引导各方全面准确执行中国的两用物项出口管制法律政策，有利于提高两用物项出口管制治理效能，更好地维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，更好维护全球产业链供应链安全稳定畅通。我们认为，有法可依方可市场有序，《条例》和《清单》的发布打消了市场对两用物项出口全部“一刀切”的疑虑，有利于维护世界和平和周边地区稳定，促进合规贸易发展，对我国军工产业链供应链的健康有序发展和军贸出口具有积极意义。

表3 2022 年以来，我国商务部、海关总署、国家国防科工局等发布的各类产品出口管制的公告

公告时间	公告标题	实施出口管制的相关产品
2024 年 11 月	商务部 工业和信息化部 海关总署 国家密码局关于发布《中华人民共和国两用物项出口管制清单》的公告	覆盖传感器和激光器、导航和航空电子、船舶、航空航天与推进等物项
2024 年 5 月	商务部 海关总署 中央军委装备发展部公告 2024 年第 21 号 关于对有关物项实施出口管制的公告	航空航天结构件及发动机制造相关装备及软件、技术，燃气涡轮发动机/燃气轮机制造相关装备及软件、技术，航天服面窗相关装备及软件、技术，超高分子量聚乙烯纤维相关物项
2023 年 7 月	商务部 海关总署公告 2023 年第 23 号 关于对镓、锗相关物项实施出口管制的公告	镓相关物项、锗相关物项
2023 年 7 月	商务部 海关总署 国家国防科工局 中央军委装备发展部公告 2023 年第 27 号 关于对无人机相关物项实施出口管制的公告	最大持续功率超过 16 千瓦 (kW) 的专门用于特定无人驾驶航空飞行器或无人驾驶飞艇的航空发动机；满足一定技术指标的专门用于特定无人驾驶航空飞行器或无人驾驶飞艇的载荷，包括红外成像设备、合成孔径雷达和用于目标指示的激光器；专门用于特定无人驾驶航空飞行器或无人驾驶飞艇，且具有下述任一特性的无线电通信设备；民用反无人机系统
2023 年 7 月	商务部 海关总署 国家国防科工局 中央军委装备发展部公告 2023 年第 28 号 关于对部分无人机实施临时出口管制的公告	在操作人员自然视距以外能够可控飞行，最大续航时间大于等于 30 分钟，且最大起飞重量大于 7 千克 (kg) 或空机重量大于 4 千克 (kg)，并具有相关特性的无人驾驶航空飞行器或无人驾驶飞艇
2022 年 11 月	商务部 海关总署 国家国防科技工业局公告 2022 年第 31 号 关于对高压水炮类产品实施出口管制的公告	满足有关特性的高压水炮，以及为此专门设计的主要部件及配套设备

资料来源：商务部官网，中航证券研究所整理

3、军贸产品将持续集中在航空、航天以及新域新质领域武器装备

从十年周期的维度来看，根据 SIPRI 数据，中国近十年（2015-2024 年）的军贸出口 172.54 亿 TIV，相较于上一个十年（2005-2014 年）的军贸出口（110.26

亿 TIV) 增长 56.48%，增长显著。从细分领域上来看，主要是飞机（含无人机）、防空武器装备、舰船、装甲车、海军武器装备、导弹等武器装备出口趋势明显增加。

表4 2005-2024 年中国军贸出口规模显著增加

类别	中国军贸出口规模显著增加				
	2005-2014 (百万TIVs)	2015-2024 (百万TIVs)	增幅 (%)	变化趋势	出口装备代表
飞机	3458	5002	44.65%	增加	歼10-CE战斗机、翼龙无人机等
舰船	2128	4265	100.42%	显著增加	S26T型潜艇、071E型登陆舰等
装甲车	2619	2867	9.47%	增加	VN-1装甲车、VT4坦克等
导弹	1456	2682	84.20%	显著增加	PL-15E、PL-10E空空导弹、CM-802AKG空地导弹等
防空武器装备	276	1528	453.62%	显著增加	红旗9/P远程防空导弹系统、红旗17AE中近程防空导弹系统
传感器	641	357	-44.31%	减少	雷达探测器件等
火炮	424	494	16.51%	增加	PLZ-45式自行火炮等
海军武器装备	24	27	12.50%	增加	-
发动机	0	32	-	增加	-
合计	11026	17254	56.48%	显著增加	

资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理（注：飞机概念中含有无人机装备）

中国近十年（2015-2024 年）的军贸进口 96.80 亿 TIV，相较于上一个十年（2005-2014 年）军贸进口（167.61 亿 TIV）下降 42.25%，主要系飞机（含无人机）、导弹、舰船等武器装备的进口指标大幅下降。

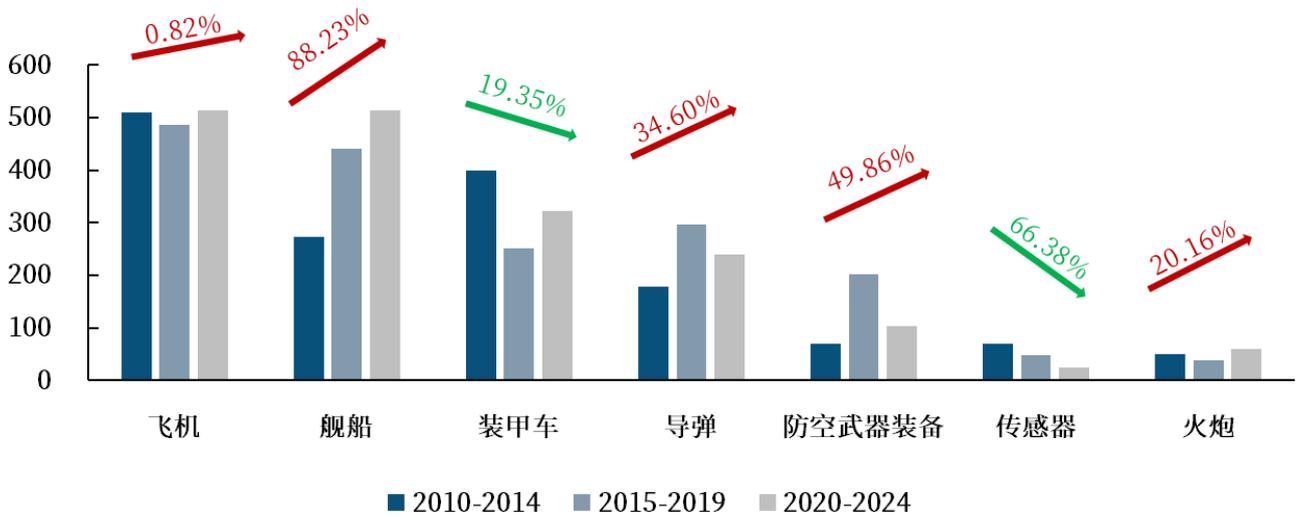
表5 2005-2024 年中国军贸进口规模显著减少

类别	中国军贸进口规模显著减少				
	2005-2014 (百万TIVs)	2015-2024 (百万TIVs)	增幅 (%)	变化趋势	国内对应装备代表
飞机	5078	2871	-43.46%	显著减少	歼-20、运-20、直-20等
发动机	2765	5021	81.59%	显著增加	涡扇-10系列航空发动机等
导弹	3513	642	-81.73%	显著减少	东风17、东风31、东风41等
舰船	3570	118	-96.69%	显著减少	“山东号” 航母、055型驱逐舰
防空武器装备	1030	566	-45.05%	减少	红外热像仪能等
传感器	805	462	-42.61%	减少	红旗12A防空导弹系统等
合计	16761	9680	-42.25%	显著减少	-

资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理（注：飞机概念中含有无人机装备）

从我国具体出口的武器装备种类来看，以 2010-2014 年为基准，可以发现，近年来增速较大且维持在高位的武器装备种类主要为飞机（含无人机）、舰船、导弹、防空武器系统、火炮等航空航天装备。我们认为，一方面原因在于近几年信息化战争（亚阿冲突、以色列周边冲突及俄乌冲突等）中，无人机、导弹等具备较高效率的武器装备得到突出体现；另一方面，从近年来珠海航展上亮相的各类出口飞机（含无人机）、导弹装备型号受到了客户的广泛关注来看，我国航空航天装备技术发展迅速，相关军贸出口装备“高性价比”的优势得到了进一步认可及巩固。

图5 我国各类武器装备军贸出口情况（采用五年均值）变化（单位：百万 TIV）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理（注：飞机概念中含有无人机装备，图中增速为 2020-2024 年五年均值较 2010-2014 五年均值的增速）

从我国军工材料、锻造/机加领域积极扩产的企业下游需求来看，也主要以航空航天装备为主，侧面印证了我国当前航空航天装备产品下游需求旺盛。而在我国航空航天装备整体处于高速扩产的高景气发展过程中，国内供需关系也将逐渐发生改变，部分产能也将有望逐步外溢至航空航天军贸产品的产能中，进一步推动航空航天军贸将在所有军贸细分赛道中脱颖而出。

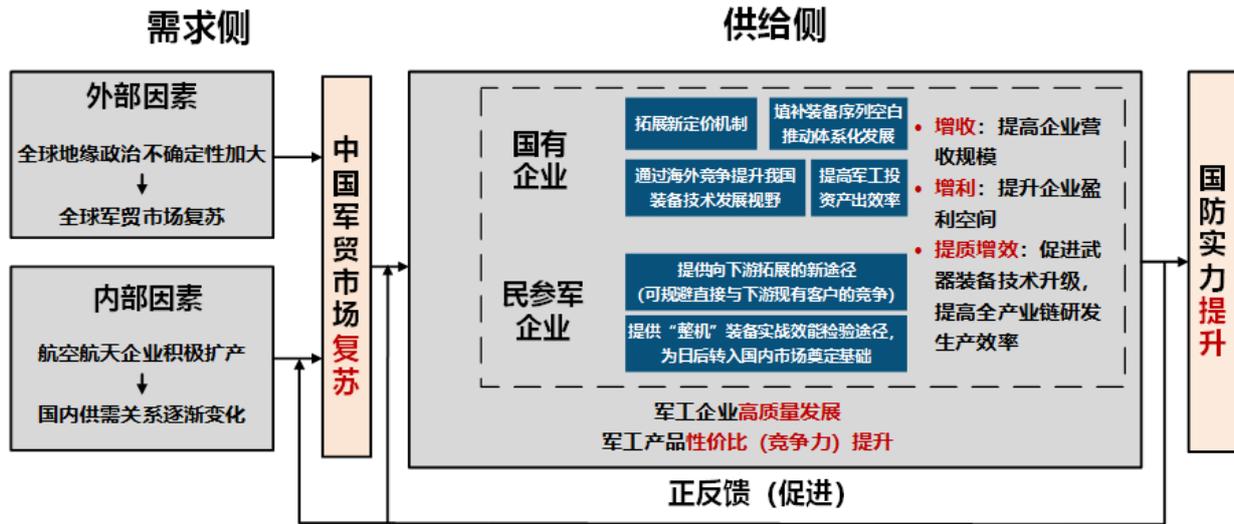
另外，习近平总书记指出，新兴领域战略能力是国家战略体系和能力重要组成部分，关系我国经济社会高质量发展，关系国家安全和军事斗争主动。要乘势而上，把握新兴领域发展特点规律，推动新质生产力同新质战斗力高效融合、双向拉动。

新质战斗力以新质生产力发展为基础，以先进科技发展应用为支撑，其本质特点在于“新”。加强新质战斗力建设，有助于提升军队在传统领域、新兴领域和重点领域的作战能力，确保国家在大国战略博弈和军事对抗中占据优势和主动。随着大数据、云计算、人工智能、物联网等新一代信息技术的发展，武器装备的信息化、无人化、智能化已逐步成为实现。军工企业有望推动新质生产力同新质战斗力高效融合，把握无人装备、数据链路、电子对抗、卫星互联网等新兴领域的军贸业务机会，充分解放和发展新质战斗力，实现高质量发展。

（三）“军贸之变”对军工企业发展影响：增收增利，提质增效

从发展军贸的必要性角度看，军贸可以通过多个渠道促进国有企业与民参军企业“增收增利，提质增效”，进而促使军工企业实现“高质量发展”，军工产品性价比（竞争力）提升，最终在提升我国国防实力的同时，对我国军贸市场的加速复苏以及军工行业供给端的良性发展形成正反馈，打造军工产业供给侧企业长期发展向好的良性循环。具体逻辑如下图所示。

图6 军贸复苏对军工企业的促进作用（双回路正反馈）



资料来源：中航证券研究所整理

1、增收：提高企业营收规模，降低业绩波动性风险

军贸有助于我国军工企业在维持一定利润空间下，实现营收规模的快速提升。近年来，军工央企围绕“十四五”发展规划以及国企改革深化提升行动，推动企业、业务、管理和市场化四个维度的改革，实现高质量发展；民参军企业在主机厂“小核心、大协作”的发展思路下承接产能外溢，依靠市场化灵活机制，积极扩产快速发展；二者将构建成融合一体的军民共同建设、优势互补、快速发展的供给侧局面，实现军工产业的高水平协同、质的有效提升和量的合理增长，推动军工行业的“高”“质”“量”发展。

但目前，由于我国武器装备发展和国防科技工业改革工作仍处在持续过程中，很多梗阻问题、壁垒问题尚待逐步解决，部分产业链下游的军工企业（多为军工国企）所处的细分武器装备产品技术含量高、单体价值量大，但面临着下游装备需求量小，客户范围较窄，需求渠道单一的发展窘境。与此同时，部分民参军企业在军工装备产业链中上游（部分元器件、甚至分系统）里具有高技术附加值的领域掌握着重要核心技术，部分企业存在向产业链下游配套延伸，以提升公司整体收入体量及配套层级的倾向。但在面向国内的武器装备产业链中，这些向下游拓展的民参军企业的潜在竞争者往往就是民参军企业当前的主要下游客户（如体制内的军工央企）。另外，民参军企业的低成本竞争优势也可能造成下游整机装备

领域出现“恶价格战”，不利于军工行业整体高“质”“量”发展的良好态势。

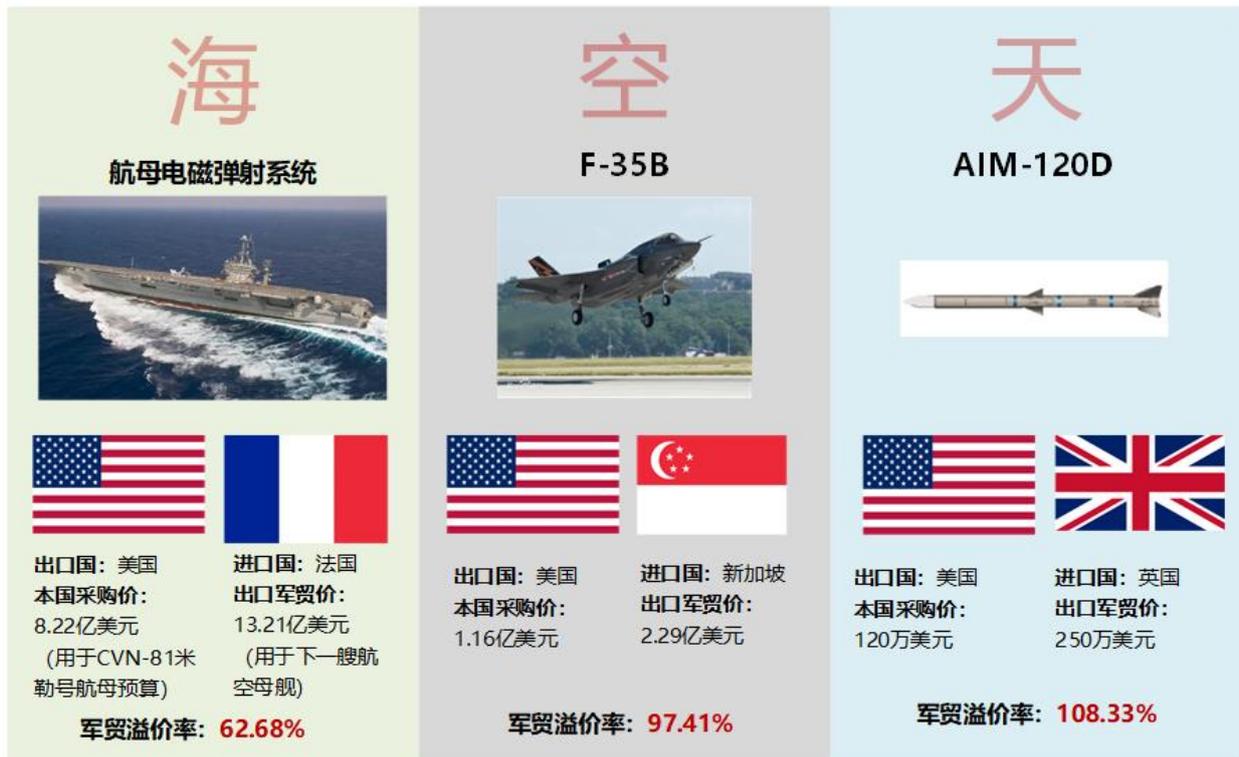
以上这些军工国企和民参军企业发展中面临的窘境，其实均可以通过军贸市场复苏的背景另辟蹊径来解决。一方面，军贸可以为下游客户较窄、渠道单一的企业提供更宽广的客户需求，另一方面，军贸也可以为具有向产业链下游拓展意愿和能力的企业，提供一个既规避与现有客户竞争、又可以维持较高利润空间的新渠道。最终实现军工企业维持一定利润空间下，营收规模的快速提升。同时，军贸可以在国内市场需求低迷的时期，填补收入缺口并化解库存压力，从而熨平一些需求侧的波动，降低业绩波动的风险。

2、增利：军贸的溢价属性可以显著提升企业盈利空间

军贸项目会提升军工企业的利润水平和盈利能力，尤其是有能力进行“体系化、规模化”军贸输出的军工下游企业，其利润水平和盈利能力预计会通过军贸项目的发展不断攀升。

相较于国内装备项目的开发研制，军贸项目的利润率无疑是更有优势的，这一点从美国同类装备的军贸出口价格相比本国采购价格溢价明显，利润率相比本国采购的产品优势明显就可以得到验证。例如，美国近年来通过军贸出口的航母电磁弹射系统（航海）、F-35B 联合攻击战斗机（航空）以及 AIM-120D 先进中程空对空导弹（航天）等武器装备，对比本国采购价与出口军贸价来看，现代先进武器装备的溢价率始终保持在 50% 以上。

图7 相较于本国市场，军品通过军贸出口的溢价特征显著



资料来源：环球网，国防科技信息网，中国知网，中航证券研究所整理

具体到我国，军贸产品的溢价对于我国上市公司（特别是产业链下游企业）的盈利能力将带来直接改善。我国军工产业多个细分领域的下游企业毛利率普遍位于 30% 以下，在此基础上，我们参考美国武器装备出口的溢价率在 1.5 倍-2 倍之间，测算了不同军贸收入占比、不同国内军品毛利率以及不同出口溢价率下，军工下游上市公司毛利率的变化情况，可以发现，在企业军贸收入占比提升的背景下，企业的毛利率将出现快速提升，且出口溢价率越高，军贸收入占比越高，毛利率水平提升效果越显著。

表6 军贸收入占比提升下，军贸的溢价将带来上市公司毛利率的明显提升

军贸收入占比	出口溢价率			
	国内毛利率	50%	80%	100%
10%	5%	9.52%	12.04%	13.64%
	10%	14.29%	16.67%	18.18%
	15%	19.05%	21.30%	22.73%
	20%	23.81%	25.93%	27.27%
	30%	33.33%	35.19%	36.36%
20%	5%	13.64%	18.10%	20.83%
	10%	18.18%	22.41%	25.00%
	15%	22.73%	26.72%	29.17%
	20%	27.27%	31.03%	33.33%
	30%	36.36%	39.66%	41.67%
30%	5%	17.39%	23.39%	26.92%
	10%	21.74%	27.42%	30.77%
	15%	26.09%	31.45%	34.62%
	20%	30.43%	35.48%	38.46%
	30%	39.13%	43.55%	46.15%

资料来源：中航证券研究所整理

以国内几个航空产业下游上市公司为例，2023 年各上市公司的航空业务毛利率均在 10% 左右或低于 10%，假设其军贸收入占比可以提升至 10%，出口溢价率在 80%，可以发现，各上市公司航空业务的毛利率均将出现不同程度的大幅提升，部分公司毛利率甚至提升至当前的 2-3 倍，改善效果显著。

表7 军贸可以对航空产业链下游上市公司毛利率显著改善

主机厂	业务	2023 年毛利率	出口溢价率		
			50%	80%	100%
中航成飞	航空产品	7.45%*	11.86%	14.31%	15.86%
中航沈飞	航空产品	12.47%	16.63%	18.95%	20.42%
中航西飞	航空产品	5.85%	10.34%	12.83%	14.41%

洪都航空	飞机制造	3.43%	8.03%	10.58%	12.21%
------	------	-------	-------	--------	--------

资料来源：iFinD，上市公司公告，中航证券研究所整理（注：中航成飞的毛利率数据采用中航电测（旧名）发行股份购买资产暨关联交易报告书的中航工业成飞 2023 年毛利率数据）

综上，军贸产品相对本国采购军品的溢价会对军工下游企业带来较为明显的利润水平提升，而我国军品下游企业当前多为军工央企集团所属企事业单位，在“十四五”末期我国军贸高景气时期到来时，我国军工央企所属的产业链下游上市公司盈利空间也将得到一定程度的改善，并进一步传导对应产业链的中上游企业。

3、提质增效：促进武器装备技术升级，提高全产业链研发生产效率

提质方面，军贸在实战效能检验，以及新信息武器装备与战术结合迭代升级的过程中对我国武器装备“质”的提升具有积极作用。

首先，通过武器贸易，使新型国产武器装备在境外战场取得作战应用，可以使武器装备实战效能得以检验，有助于我国武器装备的改进和提升。其次，伴随信息技术的快速进步和战争形态的演变，随之而来的是颠覆传统作战模式的全新作战理念和作战模式，以及新一代武器装备发展与作战模式的革新的高度融合，对于这些新的作战模式和战场变化，更需要实战化检验加以验证。除了演习模拟外，在境外战场进行实战检验也将为我国战法革新提供有益的补充实践。而在装备与战术结合运用中的迭代过程，也将进一步有助于我国武器装备的提“质”。

增效方面，稳定增长的军贸合同有效弥补了一些年份国内军品订货不足的缺口，为提高军工投资产出效率、实现“动态保军”发挥了重要作用。特别是随着我军装备建设正在从仿制仿研向加强自主创新、满足实战要求转变，通过军贸装备在外军实战应用中积累的第一手宝贵数据，有利于促进国内同类装备的实战化改进提升，同时，部分军贸产品先期投入形成的科研成果，也有利于推动后续国内装备的研制和列装。我们认为，参与军贸项目的企业一般多为军工央企所属各细分产业链的下游企业，作为各军工行业细分领域的“链长”，这些企业在军贸项目推进过程中，受益于装备技术发展视野的拓展提升以及军贸研发成果，其研发生产效率有望得到提升，并通过产业链传导至全产业。

二、军贸上市公司相关业务情况或规划

伴随我国军贸市场的复苏，近年来，多家军工上市公司，包括央国企及民参军上市公司已经布局或准备积极拓展国际市场。其中，2025 年以来，多家上市公司公告里明确披露业务已经涉及或规划参与军贸业务，具体情况如下：

表8 2025 年以来多家军工上市公司披露相关军贸业务情况或规划

公司代码	公司简称	相关军贸业务情况（或规划）
302132.SZ	中航成飞	公司开展军贸业务已有 40 余年历史，在军贸领域有着突出的成绩，目前有多型拳头产品出口多个国家和地区。军贸是公司一贯以来发展的重要领域，该领域也将一直是公司的业绩增长重点。
688297.SH	中无人机	在国际市场，翼龙系列无人机系统已出口十余个国家，是我国军贸无人机出口的主力型号。
600316.SH	洪都航空	无论从交付数量及金额来看，中、高级教练机已成为全球军贸市场交易的主体。作为国内教练机科研生产基地，公司是国内唯一同时具备初、中、高级教练机全谱系产品的研制开发和生产制造能力的企业。公司出口对象以亚洲、非洲部分国家和地区为主。
002389.SZ	航天彩虹	无人机业务方面，公司深耕军贸传统市场，成功落实多批次增续订，产品实现交付即作战；新增 2 个用户国，亚洲市场实现新突破；CH-9 和 CH-3D 成功获得出口立项批复，为后续公司扩大出口打下坚实基础；开展国外售后服务新模式探索，在用户国联合建立备件库，落实用户快速响应机制。
003009.SZ	中天火箭	公司的军品业务（含军贸）主要包括探空火箭、小型制导火箭等整箭业务和固体火箭发动机耐烧蚀组件业务。
688552.SH	航天南湖	大力拓展军贸业务，推进新型军贸雷达型号出口立项，高质量完成新型军贸雷达型号研制任务，积极加强与军贸公司交流合作，不断提升国际市场开拓能力
600967.SH	内蒙一机	加强与军贸公司的深度融合，在做好既有项目交装和国内外验收的同时，加大 VT4 等重点项目向目标国家的推介和试验工作，争取尽早形成订单。
600562.SH	国睿科技	全力开拓海外项目，实现国际市场持续突破，进一步提升公司高端雷达装备在国际市场的影响力。本报告期公司积极推动项目生产交付，军贸项目交付较好。
688151.SH	华强科技	2024 年，公司大力实施军贸跨越行动，积极与北方装备、保利科技、京安等军贸公司对接，实现收入 1,940 万元。
601606.SH	长城军工	实施军贸跨越发展计划。全面挖潜，立足单一产品装备出口向军工军技等要素出口延伸
600879.SH	航天电子	报告期内，公司无人系统军贸产品在型谱化、系列化发展方面取得长足进步，交付数量与收入规模均创历史新高，军贸合作渠道逐渐拓宽
600184.SH	光电股份	军贸市场开拓方面。坚持内装与军贸协同发展，加强专业化军贸业务团队建设，积极参加展会，塑造公司品牌，推动外贸订单落地，积极争取订货任务。
002683.SZ	广东宏大	公司以子公司宏大防务为平台，布局了国内及国际军贸两大市场。国内市场布局主要以传统弹药及智能弹药研制为主，军贸市场主要为高端智能武器装备。
300722.SZ	新余国科	公司与国内军贸公司合作，积极拓展国外市场。
688543.SH	国科军工	报告期内，公司在 2414/JK、DT041/XM 得到客户认可，纳入型号或准型号研制项目，YD067/XM、BK 系列等引信中标客户军贸项目，标志着公司在中口径弹药、火箭弹等业务拓展方面取得新突破，在军贸领域取得新发展
688084.SH	晶品特装	2024 年 6 月公司与保利科技签订战略合作协议，通过军贸公司加强海外客户的直接交流工作。
002414.SZ	高德红外	报告期内，公司某完整装备系统总体项目在外贸市场实现了重大突破，并签署了大额外贸产品合同，为

公司代码	公司简称	相关军贸业务情况（或规划）
		推进完整装备系统出口业务奠定了良好的基础。
300397.SZ	天和防务	军品方面，2024年公司装备出口及海洋系列产品按照合同要求完成产品交付验收。
002985.SZ	北摩高科	产品广泛应用于歼击机、轰炸机、运输机、教练机、军贸机、无人机、航天高空飞行器及坦克装甲车辆等重点军工装备
688011.SH	新光光电	着力推动军贸工作，形成新的增长点
600435.SH	北方导航	最近两年北方导航各单位销售的产品不受军方监管的部分逐年增加，尤其是军贸业务销售的产品逐年增加
000519.SZ	中兵红箭	公司特种装备产品有外贸业务，正根据订单有序生产
688282.SH	理工导航	外贸型号项目。后续可形成系列化产品，
688272.SH	富吉瑞	14.5 转管 WQ 系统及 SJ 控制系统拟配合总体完成外贸定型

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

三、军工板块 2025 年行情走势节奏判断

2024 年，军工板块的“弱现实”仍然存在。复盘 2024 年军工基本面情况，从最新披露的核心军工企业营业收入增速中位数近十年来首次为负、归母净利润增速中位数降至-29.92%，军工行业迎来了近十年以来最差的季报业绩表现。军工企业“十四五”成绩单已然接近尾声，增速出现负值，反映出军工板块的“弱现实”延续到了 2024 年。

另一方面，2024 年 9 月以来，市场对军工板块呈现出“强预期”特征。但另一方面，中期视角上，“十四五”计划已进入最后攻坚阶段，2027 建设目标亦迫在眉睫，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一；短期视角上，即将进入“十四五”收官之年，延滞订单或将密集而至，回暖趋势有较高确定性，因此，自 2024 年 9 月以来，市场对军工板块呈现出“强预期”特征，国防军工（申万）指数的周成交额也不断创下历史新高，占全 A 成交额比例一度接近 4.5%。

在军工行业基本面上，站在当前时点，我们判断，军工行业在 2027 年、2035 年、以及 2050 年国防军队现代化建设“三步走”战略目标下，仍处于高景气发展的大周期内。中期来看，行业在 2024 年已经构筑“十四五”时期的“基本面底”，军工行业收入增速将再次重新进入上行通道。具体判断因素如下：

①军工行业发展底层增速因素：军费在中长期维持快速增长，政府对国防投入支持力度不断提升，军贸有望进入上行周期；

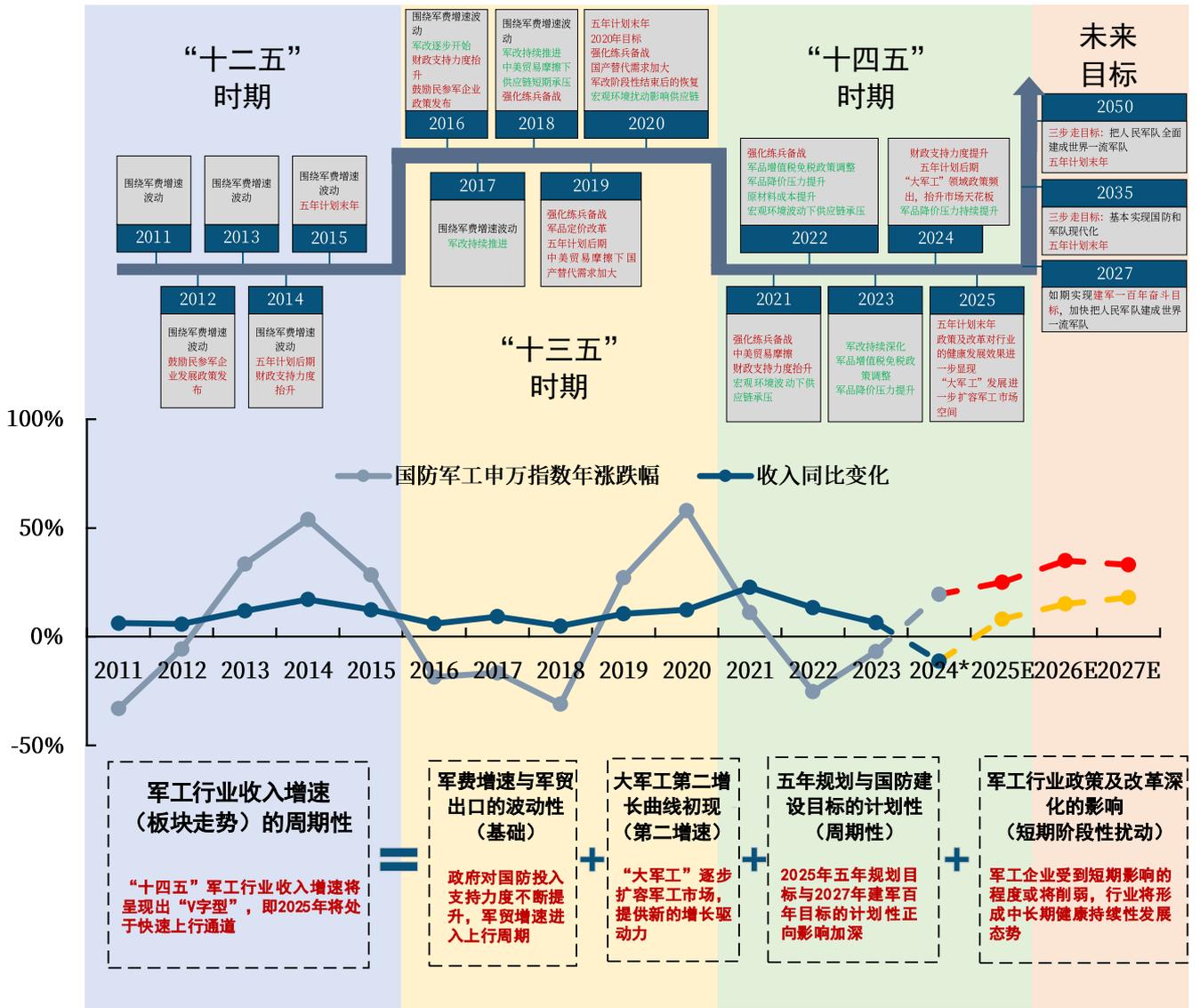
②大军工第二增长曲线因素：国家加大对民机、低空经济、商业航天等多个“大军工”领域的发展支持力度，军工市场天花板持续扩容，构成军工行业发展的新驱动力；

③军工行业发展计划性因素：“十四五”已进入收官阶段，2025 年五年规划目标与 2027 年建军百年目标的计划性都将进一步牵引军工行业下游需求提速释放；

④军工行业政策调整及改革深化的阶段性扰动因素：军工企业受到短期影响的程度或将削弱，行业将形成中长期健康持续性发展态势。

在板块走势上，基于军工行业基本面走势的分析，按照军工板块走势周期性理论，我们判断，军工板块的走势有望持续表现出前瞻于军工行业基本面的走势，有望同时取得相对和绝对收益。具体逻辑如下图所示。

图8 2025-2027年军工板块走势分析及判断



资料来源: iFinD, 中航证券研究所 (注: 2024年军工行业收入同比增速采用军工上市公司核心股三季报收入同比增速数据)

估值维度上, 在 2021 年底军工板块进入调整态势后, PE、PB 等估值指标曾一度进入下滑通道, 并在较长时间内维持在历史较低水平, 而 2024 年 9 月底, 在基本面边际改善及流动性回暖的叠加作用下, 军工板块整体估值快速回升。

进入“十四五”以来, 军工行业行情已经逐步由估值贡献转化为“估值贡献”和“业绩贡献”的共同驱动, 军工央企上市公司的估值优势在 2020 年后持续呈现。站在当前时点, 我们判断, 军工板块将迎来更优的资产质量、更新的景气赛道、更大的业务规模以及更高的市场天花板, 与此同时, 军工行业的估值体系有望迎来一个重塑阶段。在这个估值体系重塑过程中, 军工行业内各板块的估值仍将存在较大分化。

四、风险提示

- ① 全球经济仍存在不确定，可能导致军贸进口国经济下行，军贸出口国的生产交付延误，进而造成全球军贸产生波动性风险；
- ② 军贸产品同样存在研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ③ 全球军贸市场竞争加剧，我国的军贸客户拓展不及预期；
- ④ 部分具有军贸项目的上市公司，受到军贸进展消息面上的影响，股价可能产生波动性；
- ⑤ 军贸项目周期长短不一，在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
- ⑥ 军贸会受到各国外交关系、国际舆论等因素影响，部分军贸订单在生产交付过程中均存在一定的不确定性。

公司的投资评级如下:

买入:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持:未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性:未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持:未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637