

国防军工

军工行业 2024 年年报与 2025 年一季报综述：或是本轮军工周期最后一波利空，军工行业比较优势将逐步凸显

报告摘要

一、核心观点

2024 年年报披露完毕，基本情况如下（详细数据见正文）：

① 2024 年军工企业收入增速中位数自 2012 年以来首次为负，归母净利润增速中位数为近 20 年最低。对核心军工股进行统计，2024 年收入同比增速中位数由 2023 年的 2.37% 下降至 -2.42%，核心军工股营业收入增速中位数自 2012 年以来首次为负、归母净利润增速中位数由 -10.44% 下降至 -23.25%，为近 20 年来最低。

② 军工央企营收、归母净利润降幅高于民参军企业。与 2023 年军工央企在归母净利润增长稳定性上优于民参军企业所不同的是，2024 年军工央企营收变化（-10.21%，-10.25pcts）、归母净利润变化（-23.77%，-23.03pcts）降幅高于民参军企业营收变化（2.04%，-0.69pcts）、归母净利润变化（-39.76%，-12.64pcts）；

③ 部分企业年报公告经营计划，凸显 2025 年经营信心。部分企业业绩指引增速明显，如远火领域北方导航年报计划 2025 年计划实现营业收入 50 亿元（2024 年实现 27.48 亿元）、利润总额 3 亿元（2024 年实现 0.83 亿元）、中兵红箭公告 2025 年计划实现营业收入 87 亿元（2024 年实现 45.69 亿元）。

④ 2023 年、2024 年核心军工企业预收款项与合同负债连续出现负增长（-10.45%），显示短期需求不足。

⑤ 存货增速（+6.49%）和应收账款及票据增速（+10.94%）明显高于收入增速（+0.28%），行业两金压力增大。

同时，2025 年一季度军工上市公司的财务数据基本维持了 2024 年的表现，即：

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

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

李博伦 分析师
SAC 执业证书：S0640525040001
联系电话：
邮箱：libl@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

① 2025 年一季度军工企业收入进一步放缓，归母净利润出现负增长。对核心军工股进行统计，2025 年 Q1 收入同比增速中位数由 2024 年 Q1 的 2.37% 下降至 0.98%、净利润增速中位数由 -5.29% 下降至 -13.19%；

② 行业收入放缓、归母净利润负增长、利润率进一步下降，以上现象均显示 2025 年 Q1 军工行业在军品价格、增值税、订单等方面的现实问题影响下尚未走出行业“小周期”。

③ 民参军企业营业收入、归母净利润增速中位数同比增长。2025 年 Q1 民参军企业营业收入、归母净利润增速中位数同比增长，代表军工行业上游表现的民参军企业表现有所复苏，结合近期三角防务、中航重机、光威复材、光启科技、航宇科技等军工上游领域公告大额订单，在一定程度上释放了一些军工行业积极订单修复的积极信号。

从全年及二季度角度来看，受关税冲击影响，诸多行业面临着截然不同的发展态势。在关税冲突、地区冲突频现的大环境下，军工行业的比较优势愈发凸显。在全年及二季度维度下，军工行业“强计划性”与“逆周期性”或将进一步凸显，军工行业受宏观经济波动和关税政策影响较小的特点或将进一步放大，凸显行业比较优势。从政策端看，商业航天、低空经济、深海科技等“大军工”战略新兴领域有望迎来政策加码，进一步拓展行业发展空间；从需求端看，军事装备现代化的需求紧迫，在 2027、2035、本世纪中叶等战略时点的要求下，在实现建设世界一流军队目标之前，军工行业需求高景气无忧。因此，我们认为，二季度维度，在全球关税壁垒持续高筑、部分民用行业面临结构性压力的宏观背景下，军工行业高度“自主可控”的特点或将赋予行业独特的韧性。在全年维度下，作为 5 年计划的收官之年，军工行业的“强计划性”或将推动相关项目在收官阶段加速落地，以确保规划目标高质量达成。从产业角度看，相关企业前期受影响的延迟订单，或将在“十四五”收官之年得到补偿，行业景气度有望保持上行通道。

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，这些大军工新城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。

二、美国“关税战”下的军工演绎

上周以来，美国“关税战”引发了市场的担忧，此外美国国防部已于4月7日提出了高达1万亿美元的2026财年国防预算方案，较2025年增长12%，创历史新高。面对不确定性，国防力量是维护国家安全的重要体现，2025年我国对国防的支持力度依旧维持在高位，2025年中国国防支出预算为17846.65亿元，增长7.2%，增幅与2023年与2024年持平，我国国防支持力度（军费增速与公共财政支出差值）依旧维持在较高水平。

我们认为美国“关税战”以及持续的军费投入背后，仍然是科技实力的较量，新质生产力、新质战斗力有望得到进一步强化，在自主可控领域或将加速形成。

1、军事无人化、智能化，未来战场核心竞争力

美国此次历史新高的国防预算，再次把重点布局落在了AI军事化能力建设上。近年来，无人化智能化装备技术越来越多的出现于战场，并运用于各作战空间和作战领域，无人化作战、网电作战、空间对抗、全球监视与打击和一体化弹道导弹防御等新型力量体系均带有智能化作战力量的显特征。随着自主控制和人工智能技术的大量运用，无人化智能化装备技赋予作战体系具备一定程度的智能化指挥决策和自主化行动能力，从而产生能够自主和协同完成进攻与防御作战任务的装备技术，正成为世界主要国家今后一个时期军事技术的发展趋势与重点。智能化装备、无人化系统等新兴装备，作为具备改变未来战争规则潜力的颠覆性科技装备，已成为国家间军事博弈的重要力量，可以预想将会迎来一波智能化与无人化的军事需求革新，以及随之而来的军工产业变革。

2、新一代武器装备有望加速落地，战略武器装备有望迎来发展

在美国“关税战”博弈的背后，军事科技的博弈也将更加激烈，可以看到，美国在此次国防预算支出的重点方向，再次瞄向了核威慑的方

向。在“逆全球化”的进程中，全球各国的安全格局正在直转急下，大国间的军事博弈也将更加激烈，叠加俄乌冲突、巴以冲突的背景下。也将战场环境从局部战争拉向全面战争爆发概率明显增大。因此，在这种环境下，全球各国在战略性武器和战略性装备的储备有望继续加强。而新一代武器装备的加速落地，将成为未来战场胜负的关键手。可以看到的是，从 2024 年以来，我国新一代武器装备的研发脚步正在不断加速，“六代机”、057 型驱逐舰的亮相，体现了我国国防科技正在加速发展，在“十四五”武器装备大发展之后，“十五五”期间，新一代武器装备正在加速落地，进入新的“批产”阶段。为维持全球大国间的军事博弈，战略武器储备将成为各国保证不发生实质性军事对抗的关键底牌。尤其是在战略战术打击领域，高超声速与瞬时打击高超声速武器投入应用，高超声速战略威慑升级更将是各国未来发展重点。

3、国防安全走向深海，增强深海军事存在，扩大海底监测网络

深海作为国家战略新疆域，其安全与资源开发能力直接关系海洋强国建设。尤其是在以美推动“关税战”大背景下，全球供应链逐渐脱钩，远洋掌控能力将成为保证海洋资源、贸易渠道不被侵犯的重要力量。而随着国际深海竞争加剧，我国正构建“立体化、智能化、全域化”的深海安全与监测体系。在这一环境下，我国深海装备以及相关监测网络，有望得到快速发展。

4、关税提升成本加速 3D 打印及回收料市场的发展

军工材料行业的发展迎来了新的阶段，“轻量化、高性能化、多功能化、复合化、低成本化以及智能化”的发展趋势愈加明显，此次美国“关税战”背后正影响我国材料端的成本。因此为降低材料成本，有望加速我国在新材料制造工艺以及回收料在军工应用的发展。

5、高端军工电子及集成电路的自主可控加速，信创有望加速普及

2025 关税风云再起，有望推动国产集成电路和半导体器件、半导体设备及零部件产品的国产替代。2018 年华为、中兴被美国制裁，美国加大对中国进出口限制，信创产业招投标数量迅速提升，进入规模化推广阶段。2023 年党政信创从中央到省市再到区县下沉落到实处，金融信创深入到核心业务系统，“2+8”引领下其他行业开始信创试点实施，信创产业进一步深入推进，逐步进入深化落地阶段。随着我国信创产品

技术的不断追赶，国产替代逻辑将更加顺畅，为市场带来了新的增量机会。

6、商业航天加速打造空天一体化及卫星互联网应用场景

全球卫星互联网方面，海外企业中的 SpaceX 与 OneWeb 公司的低轨卫星互联网星座计划的规模较大，且进度较快，已经进入到了应用组网阶段，特别是 SpaceX 的 Starlink，已累计发射超过 8000 颗。中美太空领域竞争正在不断加剧，虽然我国目前仍处于追赶状态，未来随着卫星互联网的逐步完善，将快速打造卫星空天一体化和多领域应用。

7、关税之下危机并存，大飞机自主可控加速

经计算，中国对美加征 34%关税后，波音飞机综合税率升至 39% 以上，单机采购成本增加约 32.5%。中美关税升级后，实质上波音已无采购性价比，而空客虽然由欧洲制造，但部分发动机仍来自美国，实际落地价格仍存悬念，C919 由此备受关注，因而也在国际市场显现一定议价能力。目前 C919 的国产化率已经达到 60%，作为我国自主研发的大型客机，其供应链具有高度全球化的特点，此次关税风波后，势必将进一步加速国产大飞机自主可控步伐，届时在可靠供应链与具有核心自主知识产权的关键部组件加持下，国产大飞机将凭借具有竞争力的价格加速打开海外市场。

8、低空经济、机器人大力贡献内需，增强经济韧性

从 2025 年各地方政府的政府工作报告来看，针对“低空经济”产业的规划也更加遵循“因地制宜”的原则，从区域分布来看，广东省强调利用珠三角地区产业集群的优势打造“1+3+N”低空经济发展平台，推进低空经济体系建设。长三角产业集群中安徽省以侧重于低空经济场景探索，打造省级低空示范区。川渝产业集群积极布局成渝低空走廊建设。低空经济作为一个新兴的领域，已经成为推动地方产业转型升级、培育新的经济增长点的关键领域，正逐渐成为全国各地方经济发展的新引擎。

机器人产业通过技术创新、产业升级和消费创造三重路径，正成为拉动内需增长的关键动力。中美关税壁垒倒逼中国机器人产业加速向内需市场转型：一方面，国内智能制造、智慧城市等场景的智能化改造需求持续释放；另一方面，政策端密集出台支持措施，如北京千亿级基金、

重庆具身智能机器人政策等，为产业突围提供了战略窗口。通过政策引导、市场驱动、创新支撑的协同机制，进一步释放产业发展潜力，根据麦肯锡全球研究院的报告，AI 驱动的自动化可以给中国经济一个推动力，根据采用的速度可能会有所变化，但是每年基本可以增加 0.8 到 1.4 个百分点的 GDP 增长。

9、全球军贸逻辑加强，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。

三、以市值管理手段应对市场冲击，助力军工板块强势表现

军工的独立行情，自主可控属性强，美国“关税战”冲击小。2018 年中美博弈不断升级，军工行业迎来历史性发展机遇，军工指数迎来了三年上涨 123% 的亮眼表现，大变局之中国防军工刚需属性将被不断强化；

从交易层面来看，3 月底以来 19 个交易日（截至 4 月 25 日），主要军工 ETF 基金份额增加 11.74%（4 月 7 日当天增加 2.22%），年初至今已增长 25.55%，充分体现出市场环境波动下，市场对于军工板块发展依旧充满信心；

稳定市场层面来看，近日市场大幅波动之下，军工央企上市公司以及民参军上市公司积极采用市值管理举措应对冲击，预计更多公司将持续实施更多市值管理手段，如分红、增持、回购、并购重组、股权激励、引入积极战略股东等。

具体分析可参考正文内容。

我们认为以下几点值得重点关注：

① 再度明确军队 2025 年与 2027 年目标，目前已进入收官冲刺的关键阶段，需求确定性较高；

② 明确冲刺阶段进度与质量同等的重要性；

③ 强调低成本发展路子，重视经费使用精准度和效费比。有望分解到三个成本维度上：体系成本上，应用武器装备高低搭配、全域作战、以贱耗贵思路；全寿命周期成本上，将从研制、采购、维修全局视角出发降本增效；供应链成本上，将建立简洁高效的采购体系。

④ 2025 年多个国防重大工程或项目有望提速实现落地。

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。

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。

六、建议关注：

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）等。

低空经济：莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

航天防务（导弹及智能弹药）产业链：

航天电器（连接器）、航天南湖（防空预警雷达）、天奥电子（时频器件）、中兵红箭（特种装备）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、国科军工（导弹固体发动机动力与控制产品）、成都华微、振华风光（模拟芯片）、国博电子（星载 TR）、智明达（嵌入式系统）。

商业航天（卫星制造及卫星应用）产业链：

航天智装（星载 IC）、中国卫通（高轨卫星互联网）、航天环宇（地面基础设施）、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶（深海）产业链：

中国船舶、中国重工、中国海防（水声水下防务）。

军事智能化：

能科科技。

军工材料：

铂力特、超卓航科（增材制造）；光威复材、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；华秦科技、佳驰科技（隐身材料）；菲利华（石英纤维）。

正文目录

一、 2024 年年报、2025 年一季报数据分析	11
二、 2025Q1 军工行业持仓分析	14
（一） 机构持仓分析：2025Q1 公募基金军工持仓规模基本平稳波动， 军工持仓比例小幅下降	14
（二） 外资持仓分析：外资军工持仓规模小幅提高，持仓占比基本保持 稳定	18
三、 美国“关税战”下的军工演绎	19
四、 以市值管理手段应对市场冲击，助力军工板块强势表现	26
五、 本周市场数据	33
（一） 估值分位	33
（二） 军工板块成交额及 ETF 份额变化	33
（三） 融资余额变化	34
六、 军工三大赛道投资全景图	34
七、 建议关注的细分领域及个股	40
八、 风险提示	42

图表目录

图 1 公募基金军工持仓规模位列全行业 10/31	15
图 2 2025Q1 公募基金军工持仓比例小幅下降	15
图 3 2025Q1 主动型基金军工持仓比例环比上升，被动型基金军工持仓比例环比下 降	16
图 4 2025Q1 排除军工主题基金，主动型公募基金持仓比例环比上升	16
图 5 军工行业外资（陆股通+QFII）持仓规模	18
图 6 2023 年以来军工行业融资余额占流通市值比例	19
图 7 军事智能化要求的作战能力和形成的闭环效果	20
图 8 市值管理主要目的是引导维持市值与企业内在价值的动态均衡	29

图 9 军工板块成交量变化	33
图 10 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）	34
图 11 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况	34
图 12 军工主赛道投资全景图.....	36
图 13 大军工赛道投资全景图（一）	37
图 14 大军工赛道投资全景图（二）	38
图 15 新域新质赛道投资全景图.....	39
图 16 三大赛道各细分领域投资特点对比	40
表 1 军工上市公司 2024 年报利润表数据统计分析.....	11
表 2 军工上市公司 2024 年报资产负债表数据统计分析.....	12
表 3 各细分领域军工上市公司 2024 年报利润表数据统计分析	12
表 4 各细分领域军工上市公司 2024 年报资产负债表数据统计分析	12
表 5 军工上市公司 2025 年一季报利润表数据统计分析.....	13
表 6 军工上市公司 2025 年一季报资产负债表数据统计分析.....	14
表 7 基金公司排名	17
表 8 2025Q1 军工行业被动型基金规模	17
表 9 公募基金及外资军工持仓前十名（灰底色为共同持有）	18
表 10 无人化装备对军事影响.....	21
表 11 近日多家军工集团及所属上市公司陆续发布市值管理相关举措的公告	27
表 12 军工板块上市公司市值管理现存问题及解决途径.....	32

一、2024 年年报、2025 年一季报数据分析

截至 2025 年 4 月 30 日，军工板块 2024 年年报已披露完毕，在 239 家军工板块上市公司中，88 家公司 2024 年报归母净利润同比实现增长，151 家公司 2024 年报归母净利润同比下降。我们分别通过对 76 家军品业务占比相对较高，且财务数据具有可比性的军工上市公司、以及对不同企业属性（军工央企，其他国企以及民参军企业）、细分领域（航空、航天、船舶、材料、电子）分类进行统计，可以得到几个重要表现，包括：

① **2024 年军工企业收入增速中位数自 2012 年以来首次为负，归母净利润增速中位数为近 20 年最低。**对核心军工股进行统计，2024 年收入同比增速中位数由 2023 年的 2.37% 下降至 -2.42%，核心军工股营业收入增速中位数自 2012 年以来首次为负、归母净利润增速中位数由 -10.44% 下降至 -23.25%，为 20 年来最低。

② **军工央企营收、归母净利润降幅高于民参军企业。**与 2023 年军工央企在归母净利润增长稳定性上优于民参军企业所不同的是，2024 年军工央企营收变化（-10.21%，-10.25pcts）、归母净利润变化（-23.77%，-23.03pcts）降幅高于民参军企业营收变化（2.04%，-0.69pcts）、归母净利润变化（-39.76%，-12.64pcts）；

③ **部分企业年报公告经营计划，凸显 2025 年经营信心。**部分企业业绩指引增速明显，如远火领域北方导航年报计划 2025 年计划实现营业收入 50 亿元（2024 年实现 27.48 亿元）、利润总额 3 亿元（2024 年实现 0.83 亿元）、中兵红箭公告 2025 年计划实现营业收入 87 亿元（2024 年实现 45.69 亿元）。

表1 军工上市公司 2024 年报利润表数据统计分析

具体分类		收入		归母净利润		毛利率		净利率	
		2024 年同比增速	2023 年同比增速	2024 年同比增速	2023 年同比增速	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
全部军工股		0.28%	3.16%	-27.89%	-7.26%	29.48%	32.75%	3.55%	8.14%
核心军工股		-2.42%	2.37%	-23.25%	-10.44%	34.43%	36.37%	7.02%	13.41%
按企业性质分类	军工央企	-10.21%	0.04%	-23.77%	-0.74%	20.27%	21.64%	3.67%	6.16%
	其他国企	2.27%	6.15%	-18.28%	3.22%	27.32%	32.14%	6.02%	11.00%
	民参军	2.04%	2.73%	-39.76%	-27.12%	33.84%	36.32%	1.99%	7.10%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，我们根据具有数据可比性的核心军工上市公司年报的资产负债表统计，得到几个重要表现：

① 2023 年、2024 年核心军工企业预收款项与合同负债连续出现负增长（-12.44%、-2.62%），显示短期需求不足。

② 存货增速（+6.49%）和应收账款及票据增速（+10.94%）明显高于收入增速（-2.47%），行业两金压力增大

表2 军工上市公司 2024 年报资产负债表数据统计分析

具体分类		预收款项+合同负债		存货		应收账款及票据	
		2024 年同 比增速	2023 年同 比增速	2024 年同 比增速	2023 年同 比增速	2024 年同 比增速	2023 年同 比增速
全部军工股		1.85%	-1.35%	4.43%	3.99%	7.86%	9.06%
核心军工股		-2.62%	-12.44%	6.49%	5.74%	10.94%	13.68%
非核心军工股		4.25%	9.62%	2.55%	3.37%	3.90%	5.95%
按企业性质分类	军工央企	-12.81%	-16.38%	4.00%	-0.57%	5.11%	9.95%
	其他国企	-3.01%	-15.39%	2.50%	4.13%	10.09%	10.89%
	民参军	11.76%	18.52%	5.11%	5.90%	4.07%	6.99%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，我们针对各细分领域军工上市公司进行了财务数据分析，得到几个重要表现：

- ① **行业分化进一步加剧。**在 2023 年军工行业各领域的营收、盈利能力出现分化的基础上, 2024 年行业分化进一步加剧, 不同子领域企业呈现不同态势。我们认为, 这是行业发展成熟的必然表现；
- ② **受益景气大周期影响，船舶领域逆势增长。**在 2023 年军工行业迎来“小周期”时，船舶行业受益民船景气大周期影响，营业收入、盈利水平维持了 2023 年的增长，成为唯一行业中游、下游营收、归母净利润增速均逆势增长的军工子领域；

表3 各细分领域军工上市公司 2024 年报利润表数据统计分析

具体分类		收入		归母净利润		毛利率		净利率	
		2024 年同 比增速	2023 年同 比增速	2024 年同 比增速	2023 年同 比增速	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
航天	商业航天	-1.28%	7.73%	-39.80%	-14.60%	37.94%	42.13%	7.78%	13.11%
	航天防务	-10.98%	-12.28%	-28.12%	-2.60%	34.29%	37.99%	5.06%	13.54%
航空	上游	-1.75%	10.61%	-11.67%	-0.91%	32.77%	35.54%	10.29%	14.09%
	中游	-12.38%	8.32%	-15.88%	4.31%	28.15%	28.60%	8.24%	10.56%
	下游	6.67%	1.54%	2.44%	-3.05%	11.47%	11.02%	2.21%	4.48%
船舶	中游	8.82%	-8.31%	24.57%	-16.00%	27.71%	25.99%	5.07%	4.46%
	下游	18.70%	25.81%	78.43%	132.18%	10.20%	10.57%	2.43%	2.35%
军工材料		3.82%	12.88%	-13.03%	3.22%	27.46%	31.08%	9.09%	12.10%
军工电子		-12.16%	-5.05%	-53.43%	-32.72%	36.07%	41.51%	3.85%	11.37%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

表4 各细分领域军工上市公司 2024 年报资产负债表数据统计分析

具体分类	预收款项+合同负债	存货	应收账款及票据
------	-----------	----	---------

		2024 年同比增速	2023 年同比增速	2024 年同比增速	2023 年同比增速	2024 年同比增速	2023 年同比增速
航天	商业航天	19.29%	-14.85%	16.78%	-2.83%	9.70%	5.40%
	航天防务	-2.13%	-14.43%	-3.77%	14.20%	9.00%	-3.60%
航空	上游	-17.94%	18.54%	9.83%	6.77%	9.45%	26.10%
	中游	-48.07%	-25.49%	2.76%	7.64%	42.13%	34.70%
	下游	-8.25%	-20.67%	5.89%	1.31%	30.42%	17.33%
船舶	中游	17.14%	91.68%	4.99%	14.35%	6.06%	-1.94%
	下游	13.28%	29.12%	6.40%	12.86%	-3.76%	4.18%
军工材料		-0.93%	15.50%	12.59%	15.75%	17.18%	23.30%
军工电子		-2.13%	-9.95%	1.58%	2.75%	2.48%	4.36%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，2025 年一季报已披露完毕，在 239 家军工板块上市公司中，110 家公司 2025 年一季度归母净利润同比实现增长，129 家公司 2025 年一季度归母净利润同比下降。对于 76 家核心军工企业与不同企业属性（军工央企，其他国企以及民参军企业）的一季报数据分析来看，2025 年一季度军工上市公司的财务数据基本维持了 2024 年的表现，具体来看：

① 2025 年一季度军工企业**收入进一步放缓，归母净利润出现负增长**。对核心军工股进行统计，2025 年 Q1 收入同比增速中位数由 2024 年 Q1 的 2.37%下降至 0.98%、净利润增速中位数由-5.29%下降至-13.19%；

② 行业收入放缓、归母净利润负增长、利润率进一步下降，以上现象均显示 2025 年 Q1 军工行业在军品价格、增值税、订单等方面的现实问题影响下**尚未走出行业“小周期”**。军工企业“十四五”成绩单已然接近尾声，增速出现负值，代表军工板块“弱现实”仍然存在，但临近“十四五”末年以及 2027 年建军百年目标时间节点，军工行业需求真实且急迫这一不争的事实并未改变，下游需求更大可能将递延到“十四五”末期，厚积而勃发，已为后续军工行业的边际反转做了充分积累

③ **民参军企业营业收入、归母净利润增速中位数同比增长**。2025 年 Q1 民参军企业营业收入、归母净利润增速中位数同比增长，代表军工行业上游表现的民参军企业表现有所复苏，结合近期三角防务、中航重机、光威复材、光启科技、航宇科技等军工上游领域公告大额订单，在一定程度上释放了一些军工行业积极订单修复的积极信号。

表5 军工上市公司 2025 年一季报利润表数据统计分析

具体分类	收入		归母净利润		毛利率		净利率	
	2025Q1 同比增速	2024Q1 同比增速	2025Q1 同比增速	2024Q1 同比增速	25Q1 毛利率	24Q1 毛利率	25Q1 净利率	24Q1 净利率
全部军工股	4.25%	1.57%	-9.00%	-9.26%	28.71%	34.32%	3.42%	4.42%
核心军工股	0.98%	2.37%	-13.19%	-5.29%	34.82%	38.43%	9.73%	10.08%

按企业性质分类	军工央企	-7.82%	-5.31%	-24.80%	3.50%	19.19%	21.67%	3.03%	1.61%
	其他国企	-0.64%	3.36%	-12.67%	-11.41%	25.96%	27.62%	5.20%	5.00%
	民参军	10.68%	3.60%	0.38%	-20.53%	33.07%	38.43%	3.06%	4.27%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

通过分析具有数据可比性的核心军工上市公司一季度报的资产负债表统计，相关数据显示 24Q1 同样也维持了 2023 年年报的表现，即：

- ① 预收款项与合同负债出现负增长（-5.77%），显示短期需求不足。
- ② 存货增速（+7.51%）和应收账款及票据增速（+6.28%）高于收入增速（+0.98%），行业两金压力增大

表6 军工上市公司 2025 年一季报资产负债表数据统计分析

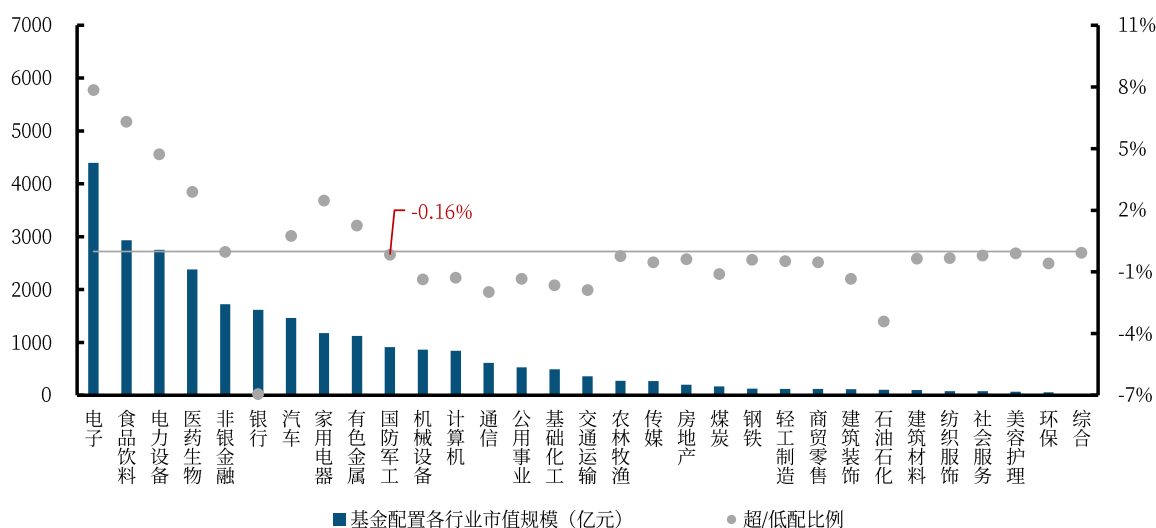
具体分类		预收款项+合同负债		存货		应收账款及票据	
		25 一季报增速	24 一季报增速	25Q1 同比增速	24Q1 同比增速	25Q1 同比增速	24Q1 同比增速
全部军工股		6.28%	-1.15%	4.78%	2.74%	5.65%	8.20%
核心军工股		-5.77%	-5.09%	7.51%	2.71%	6.28%	11.03%
按企业性质分类	军工央企	-11.46%	-11.00%	2.56%	-3.20%	4.38%	14.10%
	其他国企	1.28%	-12.64%	2.03%	1.09%	8.86%	4.89%
	民参军	17.59%	6.28%	5.68%	6.82%	3.59%	7.96%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

二、2025Q1 军工行业持仓分析

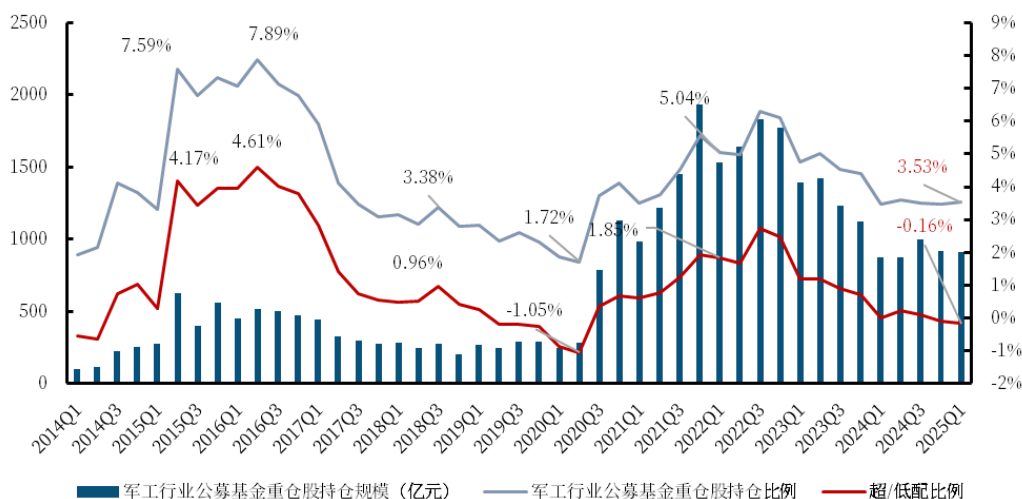
（一）机构持仓分析：2025Q1 公募基金军工持仓规模基本平稳波动，军工持仓比例小幅下降

截至 2025Q1，公募基金军工持仓规模（重仓股，下同）为 911.90 亿元（环比下降 0.81%），位列 10/31，较 2024Q4 下降一位；军工持仓比例为 3.53%（环比提高 0.05pcts），低配 0.16pcts。

图1 公募基金军工持仓规模位列全行业 10/31


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1），注：数据统计范围为基金重仓股

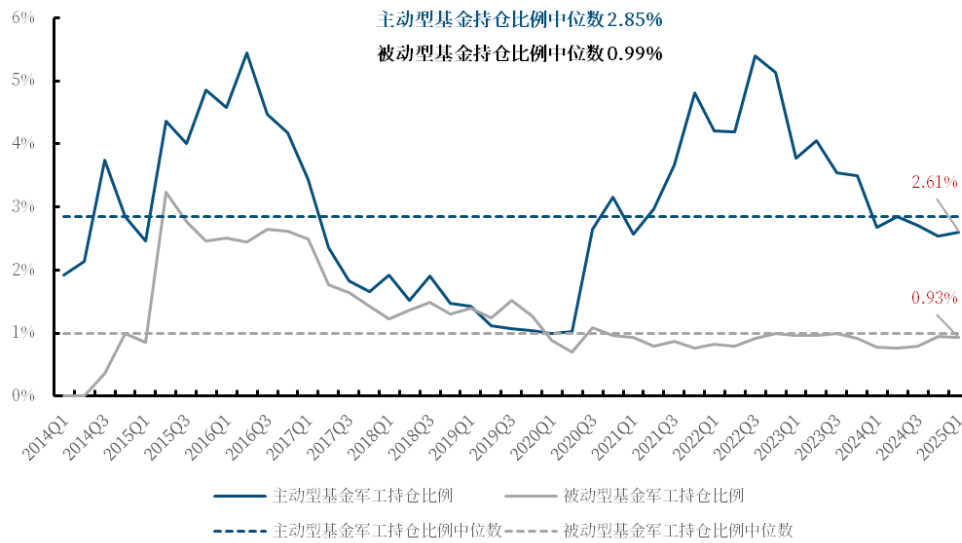
其中，主动型基金持仓比例为 2.61%（环比上升 0.07pcts），被动型基金持仓比例为 0.93%（环比下降 0.03pcts）。

图2 2025Q1 公募基金军工持仓比例小幅下降


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1），注：数据统计范围为基金重仓股

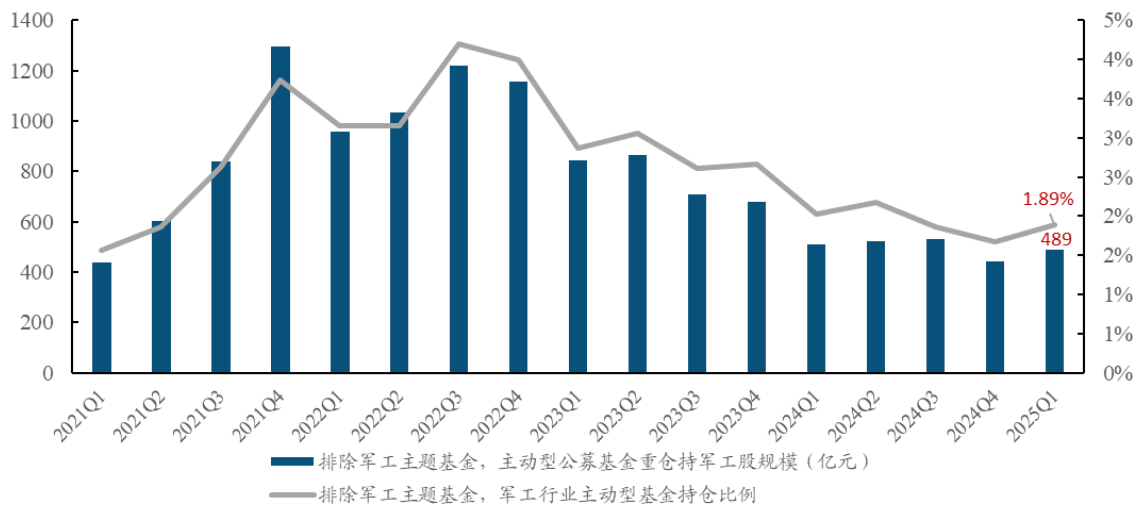
注：持仓比例=基金持仓行业市值规模/基金持仓 A 股市值规模；标配比例=行业总市值/全部 A 股总市值；超配比例=持仓比例-标配比例

图3 2025Q1 主动型基金军工持仓比例环比上升，被动型基金军工持仓比例环比下降



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1），注：数据统计范围为基金重仓股

图4 2025Q1 排除军工主题基金，主动型公募基金持仓比例环比上升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1），注：数据统计范围为基金重仓股

按军工持仓规模（重仓股）排名，公募基金前二十名分别为易方达、广发基金、富国基金、华夏基金、鹏华基金、国泰基金、南方基金、交银施罗德、华安基金、大成基金、景顺长城、博时基金、国投瑞银、前海开源、永赢基金、招商基金、银华基金、嘉实基金、银河基金、中欧基金。

表7 基金公司排名

公司名称	2025Q1 军工持股总市值 (亿元)	2025Q1 军工持股排名	2024Q4 军工持股总市值 (亿元)	2024Q4 军工持股排名	排名变化	2025Q1 持股总市值 (亿元)	2025Q1 军工股持仓总市值/持股总市值	2025Q1 基金资产净值 (亿元)	2025Q1 军工股持仓总市值/资产净值
易方达	87.00	1	68.07	5	+4	3079.37	2.83%	9144.91	0.95%
广发基金	84.15	2	76.19	2	/	1183.83	7.11%	3164.78	2.66%
富国基金	83.33	3	77.14	1	-2	1021.90	8.15%	2659.75	3.13%
华夏基金	61.73	4	72.10	3	-1	2629.69	2.35%	7520.17	0.82%
鹏华基金	54.17	5	54.04	6	+1	655.47	8.26%	1344.51	4.03%
国泰基金	52.25	6	52.92	7	+1	839.38	6.22%	1700.64	3.07%
南方基金	45.65	7	68.36	4	-3	789.52	5.78%	3632.15	1.26%
交银施罗德	38.72	8	46.01	8	/	421.46	9.19%	963.52	4.02%
华安基金	28.25	9	17.04	17	+8	525.16	5.38%	1404.51	2.01%
大成基金	26.71	10	25.68	11	+1	376.03	7.10%	817.74	3.27%
景顺长城	24.69	11	16.86	18	+7	873.14	2.83%	2036.50	1.21%
博时基金	24.46	12	24.01	13	+1	405.84	6.03%	1126.43	2.17%
国投瑞银	24.07	13	25.42	12	-1	116.20	20.72%	321.69	7.48%
前海开源	19.45	14	36.36	10	-4	213.75	9.10%	419.27	4.64%
永赢基金	19.18	15	8.04	22	+7	188.62	10.17%	273.99	7.00%
招商基金	17.10	16	19.29	15	-1	807.34	2.12%	1770.37	0.97%
银华基金	14.82	17	18.79	16	-1	445.96	3.32%	1050.70	1.41%
嘉实基金	14.75	18	22.37	14	-4	1194.93	1.23%	3709.08	0.40%
银河基金	12.38	19	2.13	44	+25	184.90	6.70%	258.00	4.80%
中欧基金	11.28	20	38.93	9	-11	702.42	1.61%	1514.31	0.74%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1，注：数据统计范围为基金重仓股）

截至 2025Q1，军工行业被动类型基金合计规模为 378.6 亿元（环比提升 3.26%）。

表8 2025Q1 军工行业被动型基金规模

基金代码	基金名称	基金公司	总规模 (亿元)	净值 (元)
512660.SH	国泰中证军工 ETF	国泰基金	116.9	1.022
512710.SH	富国军工龙头 ETF	富国基金	66.3	0.597
512680.SH	广发中证军工 ETF	广发基金	34.0	1.048
512670.SH	鹏华中证国防 ETF	鹏华基金	31.9	0.699
512560.SH	易方达中证军工 ETF	易方达基金	7.1	0.624
512810.SH	华宝中证军工 ETF	华宝基金	5.3	1.181
159638.SZ	嘉实高端装备 ETF	嘉实基金	11.3	0.759
161024	富国中证军工指数	富国基金	44.6	1.008
164402	前海开源中航军工	前海开源基金	12.0	0.879
501019	国泰国证航天军工指数 (LOF)	国泰基金	9.6	1.140
160643	鹏华空天军工指数 (LOF)	鹏华基金	23.6	1.089

502003	易方达中证军工指数 (LOF)	易方达基金	8.2	1.228
163115	申万菱信中证军工指数	申万菱信基金	7.7	1.001
合计			378.6	

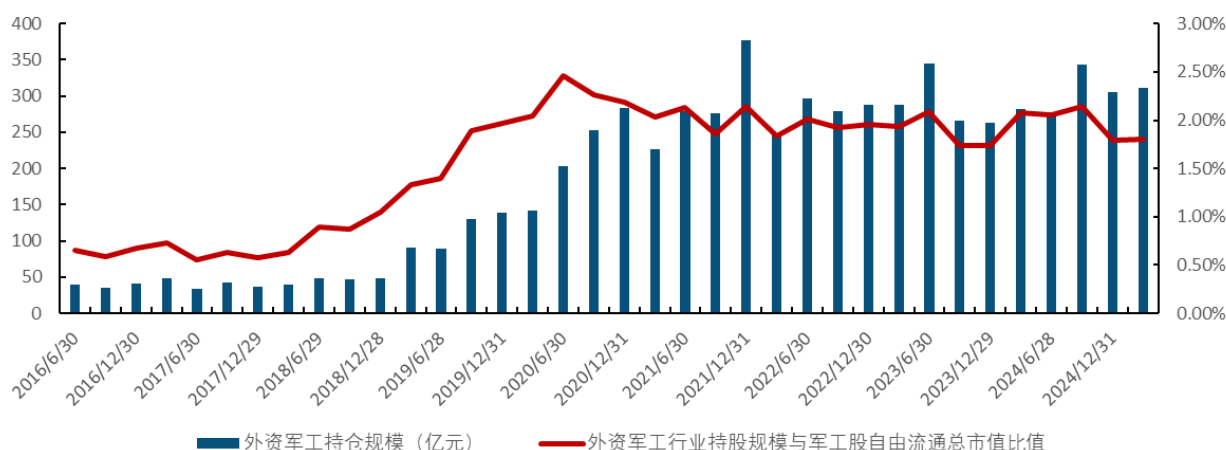
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1；LOF 基金代码使用基金主代码，净值为主基金单位净值）

注：2021 年 3 月 19 日军工龙头 ETF 基金份额按 1：2 的拆分比例进行拆分

（二）外资持仓分析：外资军工持仓规模小幅提高，持仓占比基本保持稳定

截至 2025Q1，军工行业外资持仓规模为 312 亿元（环比提高 2%），持仓占比 1.80%（环比提高 0.01pcts）。

图5 军工行业外资（陆股通+QFII）持仓规模



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1；由于 2024 年年报未披露完成，故 QFII 持股数量用 2024/9/30 数据进行统计）注：数据统计范围为基金重仓股；由于沪深交易所沪深股通信息披露机制调整为每季度第五个沪深股通交易日公布上季度末单只证券的沪深股通投资者合计持有数量，故外资持仓规模统计同步调整为按照季度进行统计

2025Q1 公募基金和外资持仓前十中，共同持有中航沈飞、航发动力、中航光电、睿创微纳。

表9 公募基金及外资军工持仓前十名（灰底色为共同持有）

公募基金 持仓前十名	主动型基金 持仓前十名	被动型基金 持仓前十名	外资 持仓前十名
中航光电	中航光电	中航光电	中国船舶
振华科技	振华科技	航发动力	航发动力
航发动力	睿创微纳	中航沈飞	光启技术
中航沈飞	菲利华	光启技术	睿创微纳

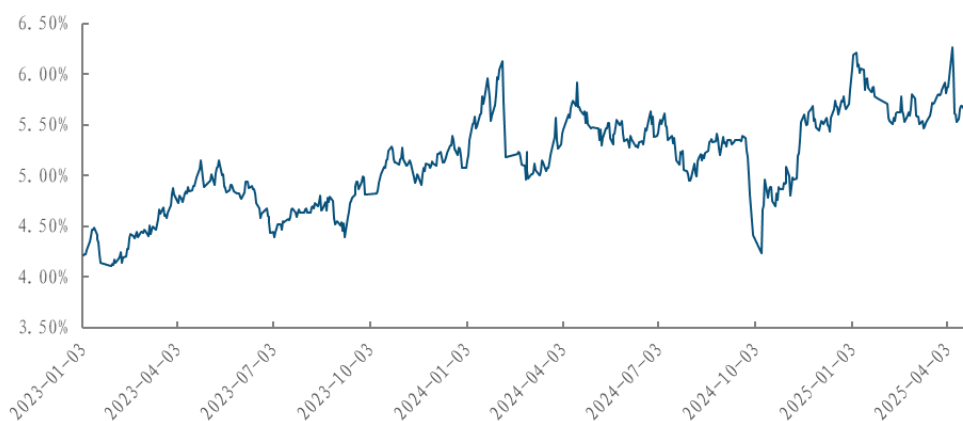
睿创微纳	航天电器	中航西飞	中航沈飞
菲利华	中航高科	中国船舶	中国重工
中航高科	洪都航空	中航机载	西部超导
中国船舶	航发动力	中国重工	应流股份
航天电器	国睿科技	睿创微纳	中航光电
中航西飞	中航沈飞	航天电子	中国软件

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q1）

截至 2025 年 4 月 22 日，军工行业融资余额为 959.36 亿元（相比 2024Q4 减少 3.83%）。

融资余额占流通市值比例为 5.63%（相比 2024Q4 减少 0.21pcts）。

图6 2023 年以来军工行业融资余额占流通市值比例



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025/4/22）

三、美国“关税战”下的军工演绎

美国“关税战”引发了市场的担忧，此外美国国防部已于 4 月 7 日提出了高达 1 万亿美元的 2026 财年国防预算方案，较 2025 年增长 12%，创历史新高，美国“关税战”的背后，仍然是科技实力的较量，新质生产力、新质战斗力有望得到进一步强化，在自主可控领域或将加速形成。

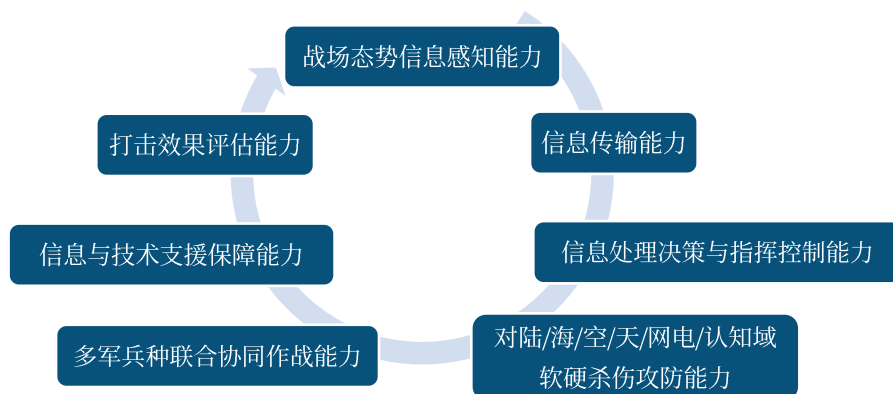
1、军事无人化、智能化，未来战场核心竞争力

美国此次历史新高的国防预算，我们认为，AI 军事化能力首当其冲。近年来，无人化智能化装备技术越来越多的出现于战场，并运用于个作战空间和作战领域，无人化作战、网电作战、空间对抗、全球监视与打击和一体化弹道导弹防御等新型力量体系均带有智能化作战力量的显特征。随着自主控制和人工智能技术的大量运用，无人

智能化装备技赋予作战体系具备一定程度的智能化指挥决策和自主化行动能力，从而产生能够自主和协同完成进攻与防御作战任务的装备技术，正成为世界主要国家今后一个时期军事技术的发展趋势与重点。智能化装备、无人化系统等新兴装备，作为具备改变未来战争规则潜力的颠覆性科技装备，已成为国家间军事博弈的重要力量，可以预想将会迎来一波智能化与无人化的军事需求革新，以及随之而来的军工产业变革。

智能化涉及国防和军队建设各个方面，具备极大的范畴与极高的潜力。从作战角度讲，智能化涉及情报处理、辅助决策、火力打击、网络攻防、电子对抗、综合保障等作战各个环节和领域，包括无人作战系统本身也需要智能技术提升其自主能力。比如装备智能化，就是通过在装备上配置必要的传感器和智能计算系统,使其能够自主感知、预测、规划、决策,实现基于自身平台的“小闭环”与战场 C4ISR 系统的“大闭环”相结合,自主完成作战任务，而不必依赖于庞大、复杂的保障，实现武器装备的高自主性、快速性和精确性。又比如集群智能化，是通过多个子系统的去中心化、自适应、分布式控制，实现诸多模块化低成本系统的作战效能提升。网络攻防智能化，就是通过人工智能技术，系统能够自主学习网络环境并自行生成特定恶意代码，实现对指定网络的攻击、信息窃取等操作。同时，又能够根据对方攻击，自动检测漏洞、安装补丁，实现网络动态自愈。美军实验表明，智能化的网络攻击成功率可达人类攻击者的 6 倍。因此，智能化作战，不是某一方面或某一领域力量的作战，而是智能技术融入武器装备中的整体性运用。

图7 军事智能化要求的作战能力和形成的闭环效果



资料来源：中航证券研究所整理

无人化作战体系已是呼之欲出。近年来，西方军事强国高度重视无人力量发展规划,加速构建全域多维无人作战体系,迭代设计出多种令人眼花缭乱的无人作战行动，表面上是无人作战平台的全面广泛运用，背后折射出现代战争作战模式正向无人化转变的趋势。作战历史表明，新型武器装备出现之初，通常以“挤入”的形式进入原有力量体系，并在技术创新与实践催化等因素作用下不断裂变，进而占据主导地位，并引力量体系的质变。无人作战平台，已经走过最初的模拟控制与数字控制阶段，进

入以人工智能、微电子、自动监控、导航定位和仿生等技术支撑的智能化与类人化阶段。无人化武器装备已经插上智能的翅膀,对原有作战力量体系带来前所未有的影响。据俄罗斯国防部无人作战系统规划,到 2025 年,俄军无人作战平台装备将占整个武器和军事技术装备的 30%以上;到 2030 年,美军地面作战平台 60%将实现无人化,并将同步发展无人舰船、水下无人潜航器等大量水面和水下作战装备等,其无人作战平台智能化水平也将大大提高,能够实现在线态势感知以及规划航路、控制飞行等自主化,从而构建起覆盖陆海空天多维空间的无人作战力量体系。可以预见,以高智能化无人作战系统为主导的作战力量体系呼之欲出。

表10 无人化装备对军事影响

变革方面	内容
军事理论	以装备代替人作战,必将引发战场许许多多的新情况、新问题、呈现许多新特点,从而引发现行军事理论的重大变革。
体制编制	。随着“无人化”装备性能的提高及其使用数量的增多,未来大量的战场工作、作战任务将由智能化装备来完成,从而将大量的人员从战争中“解放”出来,形成“人”与智能“机器人”混编的局面,部队编制将可能更趋于小型化、多样化和复杂化,军队体制也将随之发生革命性的变化
战争形态	无人技术与信息技术等高新技术的有机融合,将使未来战争实现从大规模到小规模再到“无人化”的过渡。特别是在一些高危岗位上,人员所占比重将显著降低,在一些特定环境和时节,将实现战争的真正“无人化”。从而使以往战场上单纯由人操作装备、人与人直接搏杀对抗的局面得以改变,继之以双方的“代理人”—“机器人”进行博弈,并产生“人一机”、“机一机”对抗等新型作战样式。战场上人与机器独立平行作业,协同作战和完成任务的情况将越来越普遍。
战争与非战争的界限	“无人化”战争,既能降低战争的成本,更重要的是可减少人员伤亡。这样在发动战争时,对人员伤亡方面的顾虑和压力将大大减小。从而使战争的爆发更加容易和频繁。加之“无人化”作战样式灵活多变,多数情况下规模小、持续时间短、行动的目的有限等,将使战争与非战争的界限趋于模糊。
新的矛盾之争	新的对抗手段与力量,研发新概念武器。针对“无人化”武器装备的机理,积极发展诸如电脑病毒炸弹、电磁脉冲炸弹、智能灵巧炸弹等新概念武器,积极寻求对抗和摧毁敌“无人化”装备的有效方法,奠定应对未来“无人化”战争的物质基础。
对抗空间拓入全域多维	信息时代,战争已经进入多维空间,电子战、信息战成为战争中的重要内容。但受到人类的生理、心理极限,装备研发,科学探测等各种因素制约,如极地、深海、太空等领域和空间,仍旧是人类活动的“真空地带”,难以成为大规模战争的战场。无人作战系统具有作战能力稳定、可长时间持续工作、不易受到伤害、可深入人类无法涉足地区的优势,在许多危险、恶劣环境中仍可执行各种复杂任务。未来,陆、海、空、天、电、磁、网全维全域都将成为对抗领域,高温、深海、辐射、毒气等限制能够被无人装备克服。发展的无人武器装备使得未来战争突破时空的限制,广泛渗透到多维全域的现代战争战场上,成为真正全天候、全方位的全维战争。

资料来源：中航证券研究所整理

2、新一代武器装备有望加速落地，战略武器装备有望迎来发展

在美国“关税战”博弈的背后,军事科技的博弈也将更加激烈,可以看到,美国在此次国防预算支出的重点方向,再次瞄向了核威慑的方向。在“逆全球化”的进程

中，全球各国的安全格局正在直转急下，大国间的军事博弈也将更加激烈，叠加俄乌冲突、巴以冲突的背景下。也将战场环境从局部战争拉向全面战争爆发概率明显增大。因此，在这种环境下，全球各国在战略性武器和战略性装备的储备有望继续加强。而新一代武器装备的加速落地，将成为未来战场胜负的关键手。可以看到的是，从2024年以来，我国新一代武器装备的研发脚步正在不断加速，“六代机”、057型驱逐舰的亮相，体现了我国国防科技正在加速发展，在“十四五”武器装备大发展之后，“十五五”期间，新一代武器装备正在加速落地，进入新的“批产”阶段。

除了新的武器装备加速落地外，为维持全球大国间的军事博弈，战略武器储备将成为各国保证不发生实质性军事对抗的关键底牌。尤其是在战略战术打击领域，高超声速与瞬时打击高超声速武器投入应用，高超声速战略威慑升级更将是各国未来发展重点。

3、国防安全走向深海，增强深海军事存在，扩大海底监测网络

深海作为国家战略新疆域，其安全与资源开发能力直接关系海洋强国建设。尤其是在以美推动“关税战”大背景下，全球供应链逐渐脱钩，远洋掌控能力将成为保证海洋资源、贸易渠道不被侵犯的重要力量。而随着国际深海竞争加剧，我国正构建“立体化、智能化、全域化”的深海安全与监测体系。在这一环境下，我国深海装备以及相关监测网络，有望得到快速发展。

2023年8月，美国宣布启动“复制者”计划，该计划重点是在未来短期内在多个领域部署大量无人系统，以全域的低成本无人平台对抗大国“反介入/区域拒止”能力。美海军作战部长迈克尔·吉尔戴（Michael M. Gilday）明确要求海军2045年将装备373艘有人驾驶舰艇和150艘无人舰艇，推动无人舰艇部署。美军利用C4ISR不断推进海上指挥系统的智能化建设。随着美国加大对印太海域地区的力量部署，海军对舰艇维修、情报输送等后勤补给要求也相应提高。另一方面，针对情报输送，美海军已多次进行将各种装备有效载荷与传感器的无人艇提供情报、监视和侦察的试验，其方式趋于成熟。由美国国防部国防高级研究计划局（DARPA）支持研发的“海上物联网”项目通过广泛部署智能浮标组成分布式传感器网络，再结合数据过滤、聚类，加之机器学习将水温、气温、海浪等数据生成数据分析报告，通过人工智能技术扩大海上监视范围，为美海军提供战场感知优势。

由于海军情报界的创新步伐滞后于信息技术企业，海军司令沃尔夫·墨尔本（Wolf Melbourne）将2010—2019年称为“海军情报失去的十年”。从这个角度出发，美军的深海战略升级最早可以追溯到2020年，面对美军的提前部署，当前我国深海监测能力已实现从“跟跑”到“并跑”的跨越，但在传感器精度、能源系统、智能算法等方面仍存在代差。需重点突破深渊持久驻留、全海域实时通信等关键技术，同时加强深海规则制定话语权，为海洋强国建设提供战略支撑。

4、关税提升成本加速 3D 打印及回收料市场的发展

军工材料行业的发展迎来了新的阶段，“轻量化、高性能化、多功能化、复合化、低成本化以及智能化”的发展趋势愈加明显，此次美国“关税战”背后正影响我国材料端的成本。因此为降低材料成本，有望加速我国在新材料制造工艺以及回收料在军工应用的发展。

以 3D 打印为例，关税冲击波正沿着产业链向上下游传导。中国对美 3D 打印机单台设备均价上涨 36%，折射出中国企业在关税大棒落下前的抢出口狂潮。深圳某龙头企业测算显示，54%关税将导致其在美国市场的终端价格上浮 28%-35%，直接削弱与 Stratasys、3D Systems 等本土巨头的竞争力。关税是挑战同时也是机遇，对美出口受限之下将推动 3D 打印航空航天零部件在国内市场的渗透率的进一步提升，同时也为由美转向其他国家市场提供了新思路。在金属粉末领域。航空航天级钛合金粉末的进口关税从 8%飙升至 54%，经计算将导致 SpaceX 某型号火箭燃料喷嘴的 3D 打印成本增加 190 万美元。虽然美国对非盟友国家实行粉末禁运政策，但转口贸易等原材料来源仍存风险，考虑到原材料涨价对于制造成本的显著影响，关税将打破 3D 打印等材料对外依存的幻想，进一步推动回收料的发展和普及。

5、高端军工电子及集成电路的自主可控加速，信创有望加速普及

2018 年华为、中兴被美国制裁，美国加大对中国进出口限制，信创产业招投标数量迅速提升，进入规模化推广阶段。2023 年党政信创从中央到省市再到区县下沉落到实处，金融信创深入到核心业务系统，“2+8”引领下其他行业开始信创试点实施，信创产业进一步深入推进，逐步进入深化落地阶段。

近年中国信创行业在芯片及关键硬件领域取得了显著突破，比如龙芯 3A6000、兆芯 KX7000 等 CPU 芯片的突破，性能上基本与国际主流产品相当，标志着国产 CPU 自给自足和性能上的新高度。此外在 GPU 方面，摩尔线程发布了包括消费级图形卡 MTT S80 和 MTT S70 在内的多款产品等，我们认为，这些芯片及产品的突破，体现了我国在高性能计算和硬件设计能力方面快速提升，信创市场属于性能导向，更强调适用性，随着我国信创产品技术的不断追赶，国产替代逻辑将更加顺畅，为市场带来了新的增量机会。

2025 关税风云再起，由于我国的关税反制措施目前未对半导体行业进行豁免，且措施规定此次加征的关税不享受税收减免政策，因此会对我国从美国进口集成电路和半导体设备及零部件产品带来一定的影响，直接增加了我国依赖美国集成电路供应链的相关企业成本，但由于从美国进口半导体产品的总金额不大，因此对国内半导体产业链和供应链的影响有限。然而，将对部分以加工贸易类电子信息制造业为主导产业的省份产生影响，对吸引以出口美国为主的外商投资也会产生一定的消极影响，但可以间接推动国产集成电路和半导体器件、半导体设备及零部件产品的国产替代。

6、商业航天加速打造空天一体化及卫星互联网应用场景

全球卫星互联网方面，海外企业中的 SpaceX 与 OneWeb 公司的低轨卫星互联网星座计划的规模较大，且进度较快，已经进入了应用组网阶段，特别是 SpaceX 的 Starlink，已累计发射超过 8000 颗。我国目前仍处于追赶状态，未来随着卫星互联网的逐步完善，将打造卫星空天一体化和多领域应用：

传统应用领域，应急通信与直播电视等应用预计会维持稳定增长。近年来，国家有望加大高通量卫星应急通信应用系统建设投入，相关下游应急通信行业系统集成需求有望逐步释放。同时直播卫星电视节目高清超高清化发展对直播卫星的带宽使用需求也将持续的快速增长，下游卫星运营企业有望受益。

航空及海洋互联网市场是在我国卫星互联网应用市场中有望率先得到拓展应用的领域，有望为相关运营商带来业绩增长提速驱动力。由于我国“十四五”期间，空间基础设施已取得一定进展、且商业模式更为成熟的高轨卫星互联网领域市场预计会率先得到快速发展。

关注手机以及汽车直连卫星对传统卫星通信应用市场渗透率的加速作用。消费级卫星通信终端的推广，有望进一步拓展卫星通信在消费者端的应用。卫星通信服务市场空间的拓展进程卫星通信设备终端企业业绩增长能否持续兑现的核心。可以持续关注各手机制造商对卫星通信功能的集成情况、天通一号网开通客户数量、汽车直连卫星普及进展等。

关注 6G 建设进展对卫星通信产业带来的需求空间影响。卫星通信是 6G 时代实现空天地一体化网络的必要组成部分，即实现偏远地区、海上、空中和海外的广域立体覆盖，满足地表及立体空间的全域、全天候的泛在覆盖需求，实现用户随时随地按需接入。伴随卫星互联网加速建设进程以及 6G 时代的到来，卫星通信与地面通信产业融合可能为行业带来新市场空间。

7、关税之下危机并存，大飞机自主可控加速

经计算，中国对美加征 34%关税后，波音飞机综合税率升至 39%以上，单机采购成本增加约 32.5%。以空重 15-45 吨的飞机为例，原关税 5%时进口成本约 1.2 亿美元，加税后增至 1.6 亿美元。中美关税升级后，实质上波音已无采购性价比，而空客虽然由欧洲制造，但部分发动机仍来自美国，实际落地价格仍存悬念，C919 由此备受关注，因而也在国际市场显现一定议价能力。

目前 C919 的国产化率已经达到 60%，作为我国自主研发的大型客机，其供应链具有高度全球化的特点。许多关键零部件来自美国等西方国家，如发动机由美法合资的 CFM 国际公司提供，这一核心部件为 C919 的飞行提供强劲动力；航电系统有霍尼韦尔、通用电气等美国企业参与，保障飞机的飞行安全与各项功能的稳定运行；还

大量使用美国的铝材、复合材料及精密部件，这些材料和部件在飞机的结构强度、轻量化设计等方面发挥着重要作用。面对关税重压，供应链问题不可小觑，尤其是在机电航电以及国产发动机方面更是面临“卡脖子”危机；同时诸多二级供应商名录也存在“洗牌”风险，对按期交付造成潜在影响，诸多因素势必将进一步加速国产大飞机自主可控步伐，届时在可靠供应链与具有核心自主知识产权的关键部组件加持下，国产大飞机将凭借具有竞争力的价格加速打开海外市场。

8、低空经济、机器人大力贡献内需，增强经济韧性

从 2025 年各地方政府的政府工作报告来看，针对“低空经济”产业的规划也更加遵循“因地制宜”的原则，从区域分布来看，广东省强调利用珠三角地区产业集群的优势打造“1+3+N”低空经济发展平台，推进低空经济体系建设。长三角产业集群中安徽省以侧重于低空经济场景探索，打造省级低空示范区。川渝产业集群积极布局成渝低空走廊建设。低空经济作为一个新兴的领域，已经成为推动地方产业转型升级、培育新的经济增长点的关键领域，正逐渐成为全国各地方经济发展的新引擎。

机器人产业通过技术创新、产业升级和消费创造三重路径，正成为拉动内需增长的关键动力。中美关税壁垒倒逼中国机器人产业加速向内需市场转型：一方面，国内智能制造、智慧城市等场景的智能化改造需求持续释放；另一方面，政策端密集出台支持措施，如北京千亿级基金、重庆具身智能机器人政策等，为产业突围提供了战略窗口。通过政策引导、市场驱动、创新支撑的协同机制，进一步释放产业发展潜力，根据麦肯锡全球研究院的报告，AI 驱动的自动化可以给中国经济一个推动力，根据采用的速度可能会有所变化，但是每年基本可以增加 0.8 到 1.4 个百分点的 GDP 增长。

9、全球军贸逻辑加强，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。

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，刚刚落幕的 2024 年第十五届珠海航展，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。

四、以市值管理手段应对市场冲击，助力军工板块强势表现

军工的独立行情，自主可控属性强，美国“关税战”冲击小。2018 年中美博弈不断升级，军工行业迎来历史性发展机遇，军工指数迎来了三年上涨 123% 的亮眼表现，大变局之中国防军工刚需属性将被不断强化；

从交易层面来看，3 月底以来 19 个交易日内（截至 4 月 25 日），主要军工 ETF 基金份额增加 11.74%（4 月 7 日当天增加 2.22%），年初至今已增长 25.55%，充分体现出市场环境波动下，市场对于军工板块发展依旧充满信心；

稳定市场层面来看，近日市场大幅波动之下，军工央企上市公司以及民参军上市公司积极采用市值管理举措应对冲击，预计更多公司将持续实施更多市值管理手段，如分红、增持、回购、并购重组、股权激励、引入积极战略股东等。

1、多家军工央企及军工上市公司将积极采用市值管理举措应对市场环境波动

市值管理已经成为军工上市公司高质量发展的必选项。2024 年 11 月证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》和 2024 年 12 月国资委发布的《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》明确了市值管理定义，并为上市公司市值管理工作开展指引方向。同时，4 月 8 日，国资委披露，将全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为，不断加大增持回购力度，切实维护全体股东权益，持续巩固市场对上市公司的信心，努力提升公司价值，充分彰显央企责任担当。同时，加大对央企市值管理工作的指导，引导中央企业持续为投资者打造负责任、有实绩、可持续、守规矩的价值投资优质标的，为促进资本市场健康稳定发展作出贡献。

市场环境波动下，军工央企上市公司以及民参军上市公司已经开始积极采用市值管理举措应对冲击。4 月 7 日，受到美国“对等关税”政策冲击影响，全球金融市场剧烈震荡，国防军工（申万）下跌 9.84%，创下 2000 年以来历史最大单日跌幅。而仅 4 月 7 日与 4 月 8 日 15:00 前，中航工业、中国电科以及中国电子等多家军工央企公开发布看好资本市场，支持上市公司创新发展，而包括中国卫星、中航沈飞、中航光电、中直股份、中航机载、中航重机、中航高科、中无人机、深天马 A、天虹股份、

中国船舶、中国动力、中船科技、中国重工、长城军工、航宇科技、湖南天雁、中国核电、华强科技、智明达、中科海讯、中光学、建设工业、广东宏大等 24 家军工央企所属上市公司及民参军上市公司发布公告实施增持回购、披露经营管理情况（披露业绩预告及经营近况变化）、或者积极加强投资者沟通等市值管理手段以增强市场冲击，维护上市公司市值稳定。

表11 近日多家军工集团及所属上市公司陆续发布市值管理相关举措的公告

公告时间	证券代码	公司简称	类型	摘要
2025-04-10	300733.SZ	西菱动力	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 0.20 亿元到 0.22 亿元，与上年同期相比，增加 97.68%到 117.44%。
2025-04-11	000801.SZ	四川九洲	回购	董事长提议回购公司股份，回购股份的总金额为 1 亿元-2 亿元，以减少注册资本，维护全体股东利益，增强投资者信心，优化资本结构，提升每股收益及净资产收益率。
2025-04-09	001270.SZ	铖昌科技	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 0.27 亿元到 0.35 亿元，与上年同期相比，增加 281.17%到 334.49%。
2025-04-09	688582.SH	芯动联科	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 0.41 亿元到 0.46 亿元。
2025-04-09	600764.SH	中国海防	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润 0.31 亿元，与上年同期相比增加 692.80%。
2025-04-09	688722.SH	同益中	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润 0.44 亿元，与上年同期相比增加 153.27%。
2025-04-09	600685.SH	中船防务	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 1.7 亿元到 2.0 亿元，与上年同期相比，增加 1005.77%到 1200.91%。
2025-04-09	300627.SZ	华测导航	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 1.35 亿元到 1.43 亿元，与上年同期相比，增加 30.99%到 38.75%。
2025-04-08	002049.SZ	紫光国微	增持回购	董事长提议回购公司股份，回购股份的总金额为 1 亿元-2 亿元，拟用于未来实施股权激励计划
2025-04-08	——	中航工业	集团表态	中国航空工业集团多家上市公司披露股份回购、增持公告，秉持对中国经济长期向好的坚定信心，始终看好中国资本市场，勇担航空报国、航空强国初心使命，加快建设现代航空工业体系，构建集团上市公司高质量发展集群，为全体股东创造更大价值。
2025-04-08	——	中国电科	集团表态	中国电科坚定看好资本市场，积极履行对资本市场承诺，已完成增持回购旗下上市公司股票超过 20 亿元。中国电科将不断强化科技创新与产业协同，加快实施增持回购，为上市公司高质量发展提供有力支持，维护广大投资者利益，增强投资者信心。
2025-04-08	——	中国电子	集团表态	中国电子坚定看好中国资本市场，通过加快回购、增持、并购重组等手段，不断推动所属上市公司加强市值管理，促进上市公司高质量发展，维护广大投资者利益，增强投资者信心。
2025-04-08	002189.SZ	中光学	经营变化	汽车光电元器件业务 2025 年 1 季度陆续获得多个新增项目定点，汽车光电抬头显示（HUD）近日获得某合资汽车企业 3D-HUD 定点，其他汽车光电场景应用也在与客户联合设计开发中。
2025-04-08	002265.SZ	建设工业	经营变化	目前，公司生产经营平稳正常，符合规划预期。公司将坚持以投资者为本，树

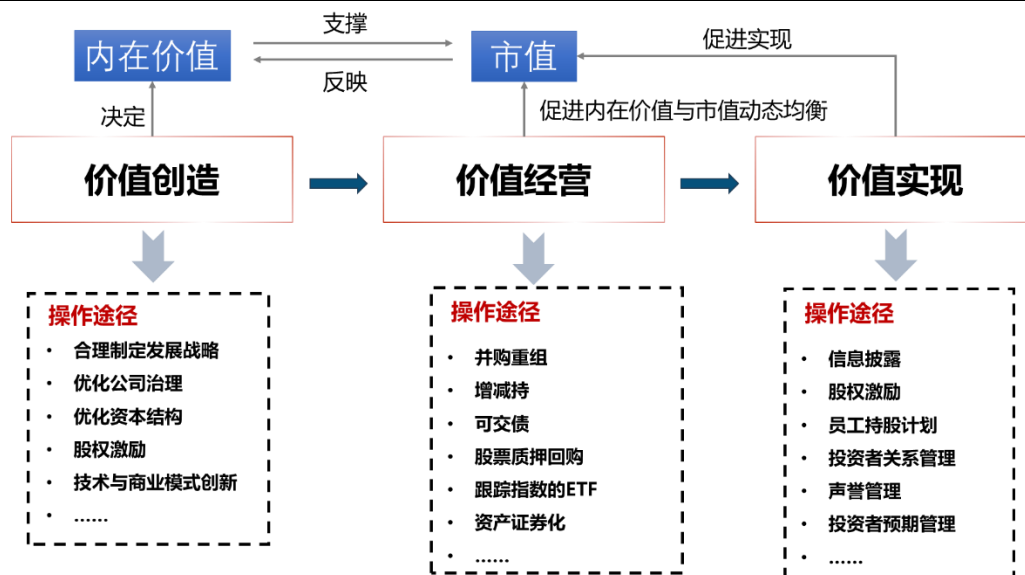
公告时间	证券代码	公司简称	类型	摘要
				立回报股东意识，实现企业高质量发展，切实增强投资者的获得感。
2025-04-08	002683.SZ	广东宏大	经营变化	拟于 4 月 18 日举办投资者开放日活动，进一步加强与投资者的沟通交流，解答投资者关心的问题。
2025-04-08	600072.SH	中船科技	经营变化	自“提质增效重回报”专项行动方案披露以来，公司积极推动各项措施落实落地，经营质量不断提升、新质生产力不断迸发、公司治理效能不断优化，取得了阶段性进展。
2025-04-08	600118.SH	中国卫星	经营变化	公司聚焦高质量发展目标，切实履行央企控股上市公司使命责任。公司聚焦主营业务，提升经营质量；加快发展新质生产力，推动科技创新；加强投资者沟通，传递公司价值；完善公司治理，坚持规范运作。
2025-04-08	600760.SH	中航沈飞	经营变化	公司持续开展“提质增效”行动，因地制宜发展新质生产力，加快制造业数字化转型，发挥科技领军企业龙头作用，全面提高人才队伍质量，高质量完成国有企业改革深化提升行动，纵深推进全国统一大市场建设，深化资本市场投融资综合改革。
2025-04-08	601606.SH	长城军工	经营变化	公司将始终聚焦主业经营，提升经营质量；完善公司治理，维护股东权益；继续严格履行信息披露义务，进一步提升公司透明度。
2025-04-08	688239.SH	航宇科技	经营变化	公司披露 2024 年“提质增效重回报”行动方案的实施进展及评估情况和 2025 年主要措施：公司将聚焦主营业务，提升核心竞争力；共享发展成果，积极回报股东；完善公司治理，推动公司高质量发展；提升信披质量，加强投资者交流。
2025-04-08	600150.SH	中国船舶	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 10 亿元至 12 亿元之间，与上年同期相比，增加约 149.35%至 199.21%。
2025-04-08	600482.SH	中国动力	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 3 亿元到 4.5 亿元，与上年同期相比，增加 240.48%到 410.73%。
2025-04-08	601989.SH	中国重工	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润在 5 亿元到 6 亿元之间，与上年同期相比，增加 267.85%至 341.42%。
2025-04-08	600698.SH	湖南天雁	业绩预告	公司 2025 年第一季度业绩预增：预计归母净利润 88 万元左右，与上年同期相比增长 40%。
2025-04-08	002179.SZ	中航光电	回购	董事长提议回购公司股份，回购股份的总金额为 1 亿元-2 亿元，拟用于未来实施股权激励计划。
2025-04-08	600038.SH	中直股份	回购	控股股东中航科工计划通过上海证券交易所集中竞价交易系统增持公司股份，累计增持金额不低于 5,000 万元，不高于 1 亿元。
2025-04-08	600372.SH	中航机载	回购	董事长提议回购公司股份，回购股份数量不超过 4,800 万股（占公司目前总股本的 0.99%），回购资金总额为 3-5 亿元。
2025-04-08	600765.SH	中航重机	回购	董事长提议回购公司股份，回购资金总额为 2 亿至 4 亿元，回购的股份将用于减少注册资本，优化公司资本结构，提升公司股东价值。
2025-04-08	600862.SH	中航高科	回购	董事长提议回购公司股份，回购股份的总金额为 1 亿元-2 亿元，回购的股份将用于股权激励或减少注册资本。
2025-04-08	688297.SH	中无人机	回购	董事长提议回购公司股份，回购资金总额为 1 亿元-2 亿元，回购的股份将用于股权激励或减少注册资本。
2025-04-08	002419.SZ	天虹股份	回购	董事长提议回购公司股份，回购资金总额为 1.5 亿元-2 亿元，回购的股份将用于减少注册资本。

公告时间	证券代码	公司简称	类型	摘要
2025-04-08	000050.SZ	深天马 A	回购	董事长提议回购公司股份，回购资金总额为 1.5 亿元-2 亿元，回购的股份将用于减少注册资本。
2025-04-08	601985.SH	中国核电	回购	董事长提议回购公司股份，回购资金总额为 3 亿元-5 亿元，回购的股份将用于股权激励或减少注册资本。
2025-04-08	688151.SH	华强科技	重大合同	公司与国内某药企签订卡式瓶橡胶密封组件供货协议，预计供货订单约 2000 万元。
2025-04-07	688636.SH	智明达	业绩预告	公司 2025 年第一季度收入和业绩预增：预计 2025 年第一季度营业收入为 8,000 万元左右，同比增长 63% 左右；预计 2025 年第一季度归母净利润为 780 万元左右，与上年同期相比实现扭亏为盈，增加 1,891 万元左右。
2025-04-07	300810.SZ	中科海讯	重大合同	中标某信息处理分系统项目，金额约 1.6 亿元（占 2023 年公司营收的 97%），若中标项目能够签订正式合同并顺利实施，预计将对公司未来经营业绩产生积极影响。

资料来源：Wind、新华社、央广网，中航证券研究所整理（数据截至 2025 年 4 月 8 日 15:00 前）

市值管理的核心，实质上可以视为一种价值管理的延伸。核心内涵是上市公司在价值创造、价值经营以及价值实现过程中，借由各类市值管理手段，实现公司内在价值的提升，同时引导并维持上市公司市值与内在价值的动态平衡，最终在不脱离公司内在价值下，实现上市公司市值的最大化并稳定持续提升。

图8 市值管理主要目的是引导维持市值与企业内在价值的动态均衡



资料来源：《市值管理与资本实践》，中航证券研究所整理

针对价值创造、价值经营与价值实现三个环节，军工上市公司在开展市值管理的过程中常用的方式与途径有以下几种。

2、价值创造：炼好内功，提升内在价值

公司的内在价值创造能力是决定其市值增长的基础，通过最大化内在价值有望获得更多的市场溢价。

①合理制定发展战略

在企业发展路径与经营目标选择方面，军工上市公司，尤其是民参军企业需要结合公司自身的核心竞争力和所处产业价值链进行分析，精准定位，形成公司的核心利润支撑点。同时积极发掘潜在业务增长点，实现多点盈利。在此基础上不断进行业务结构的优化，积极探索内生式增长和外延式增长相结合，通过转型升级提升公司估值。

②优化公司治理与资本结构

在公司治理方面，民参军企业需要建立科学的决策机制、恰当的权力制衡机制和良好的利益分配机制，以降低经营管理风险，提升公司盈利能力和风险管理能力。同时，军工央企可以通过引进对业务、技术提升有帮助的战略投资者，优化和规范股权结构，完善治理，提升央企上市公司活力。

③通过技术与商业模式的创新提高核心竞争力

军工上市公司需要加强研发团队建设、建立技术创新的完整机制和体系、加强市场调研和需求分析，军工行业具备高科技属性，注重研发能力的建设是提升核心竞争力的必要条件，需要进一步实现技术创新和市场营销的有机结合、加强企业内部学习和知识积累等。同时，注重商业模式的设计创新，积极为下游客户创造价值，发掘不同的盈利点，从而不断提升企业的内部价值。

3、价值经营：保证市值与内在价值维持统一的必要手段

①开展并购重组等资本运作

并购重组是企业一种最快速的扩张方式和最高层次的投融资方式，在全球资本市场和各个行业中都有广泛应用。同时并购重组也是提升上市公司市值一个快捷途径，是市值管理中价值经营最重要的手段。证监会在 2014 年要求上市公司建立“科学合理的市值管理制度”，国内上市公司的并购重组也开始显著增长。

从市值管理的角度看，并购重组是一种金融交易，目的是通过企业产权、控制权的转移和重新组合，来达到改变企业原有状态、整合资源、增加或转移财富的目的。在资本市场上，由于流动性较高和交易成本较低，并购重组这种外延式增长方式能够使得公司市值迅速增长。当上市公司的估值明显高于非上市公司，通过并购重组将非上市公司资产装入上市公司资产，就会获得相对较高的流动性溢价，能够快速提高上市公司的每股盈余，增加上市公司的市值总量，从而实现并购重组双方的共赢，因此，并购重组一直是资本市场关注的热点。

2023 年以来，中央企业围绕所属上市公司的资产重组节奏明显加快。2023 年 11 月 23 日，中国电子科技集团有限公司与中国华录集团有限公司实施重组，中国华录集团有限公司成为中国电子科技集团有限公司的控股子公司。此次事件是 2021 年中国电科与中国普天重组之后的再一次整合，本次重组是国资委专业化整合要求的持续推

动。

但同时也须注意并购重组对标的公司的选择至关重要，首先企业需要承担新赛道的风险，此外如果企业未能选择对实现整体经营目标有利的标的公司，造成整体协同性不强，反而会导致盈利能力下降。对于商誉累计的处理也是并购重组企业常常面临的问题。

②实施回购等方式维护股价与内在价值的动态平衡

股份回购指的是在公司股价被明显低估的情况下，上市公司从二级市场回购本公司发行在外的股票。回购的股份一方面可用于股权激励计划、员工持股计划，在激励公司管理层与核心骨干员工的同时也显示了对公司未来发展的信心；另一方面可用于注销，进行股本管理，注销回购的股票，减少了权益资本，增加了负债，提高了每股盈利水平，对股本结构有调整和优化作用，提高了股票的内在价值。

③实施现金分红

现金分红也是最常用的市值管理工具。

④规模日益提升的被动资金助力上市公司市值管理工作成效事半功倍

近年来，以 ETF 为代表的一系列被动管理基金受到市场青睐，规模增长持续入市，构成 A 股市场增量资金的重要来源之一，也为上市公司市值管理提供了更丰富的思路与途径。

4、价值实现：促进市场对于公司内在价值的了解与认同，达成价值实现

①加强信息披露，做好声誉与投资者预期管理

保持与市场之间的良性互动。公司管理者们有责任建立稳定和长期的投资者关系，增进投资者们对上市公司的了解甚至熟知，从而获得长期的资本市场支持。军工上市公司，尤其是央企所属上市公司可以通过信息披露、投资者关系管理、资本市场品牌策略等手段消除资本市场的投资者和公司之间的信息不对称，使得公司市值能够准确反映内在价值的变化。公司在经营管理中，可以通过分析师电话会议、新闻发布会、公告、媒体声明、业绩发布会、路演与反向路演等互动方式减少信息不对称，同时提高资本市场对公司的认可度，使市场价值更真实地反映内在价值的变化，为公司带来市场溢价。

市场不喜欢“出其不意”的结果。上市公司提前向市场沟通业务状况，并顺利地完成其工作计划，是令投资者保持冷静并给予支持的最佳方法。如果上市公司不向市场提供未来发展战略规划，或者过度地承诺业绩，而之后经营业绩却异常低于预期，则市场和投资者们的反应将会非常剧烈，公司股票也可能会受到重大冲击。

同时，通过对上市公司声誉管理实现对市值的稳健管理。公司声誉作为一项重要

资产，在吸引客户、建立业务进入壁垒、获取投资、招揽优秀人才、强化竞争优势等方面具有作用显著。

②实施股权激励与员工持股计划

股权激励对于价值实现来说,关键在于业绩考核财务指标的确定。对于上市公司,财务指标有会计指标和市场指标两大类。会计指标反映的是账面价值和内在价值,市场指标体现的是公司的市场价值。对我国上市公司的股权激励,建议将会计指标和市场指标二者结合起来同时用于业绩考核,并根据公司的目标对二者的权重进行调整,可能是一个比较符合实际的方案。因为这样可以兼顾企业内在的价值创造和外部资本市场的价值实现。但同时需要考虑到股权激励也存在目标过高无法兑现的可能性。

员工持股计划没有业绩考核的要求,但有 12~36 个月的锁定期。上市公司推行员工持股计划时,员工积极参与认购可以向资本市场释放正面的信号,有利于推动公司股价提升。

综上,我们针对军工行业上市公司在市值管理方面存在的问题,结合具体市值管理途径,给出如下总结。

表12 军工板块上市公司市值管理现存问题及解决途径

	发展现状/现存问题	市值管理途径
军工上市公司	企业内在价值（以营业收入、归母净利润等增速为代表）与市场价值（以为总市值增速为代表）的偏离	投资者预期管理、加强信息披露、跟踪指数的 ETF 等
	军工板块估值振幅远高于其他行业	投资者预期管理、合理制定发展战略等
	市值规模两极分化现象明显	加强信息披露、投资者关系管理、跟踪指数的 ETF 等
	流动性呈现较大波动且两极分化	加强信息披露、投资者关系管理、声誉管理、重视纳入相关指数等
军工央企上市公司	资本市场更趋于主题投资,市场价值容易偏离内在价值,波动性大	合理制定发展战略、通过技术与商业模式创新提高核心竞争力、声誉管理、并购重组、增减持、重视纳入相关指数
	市值相对其他行业偏低,影响力弱	可交债、资产证券化等
	大部分军工央企对其所属军工上市公司持股比例较高,远高于第二大股东,一股独大现象明显,导致流动性较差	加强信息披露、投资者关系管理、股权激励、员工持股计划、声誉管理、重视纳入相关指数等
	部分上市公司对外交流频率较低	加强信息披露、投资者关系管理、股权激励、员工持股计划、声誉管理、投资者预期管理等
	股权激励比例相比全 A 较低	合理制定发展战略、制定股权激励方案
军工民参军上市公司	数量快速增长,市值规模参差不齐,整体影响力偏弱	合理制定发展战略、通过技术与商业模式创新提高核心竞争力、声誉管理、并购重组、增减持

	经营管理中风险因素多，市场价值难以提升	可交债、跟踪指数的 ETF 等
	资本市场对民参军上市公司市值管理信任度较低	合理制定发展战略、优化公司治理、优化资本结构、股权激励、员工持股计划、重视纳入相关指数等
	分红比例相比全 A 较低	合理制定发展战略、通过技术与商业模式创新提高核心竞争力、制定分红方案

资料来源：中航证券研究所整理

五、本周市场数据

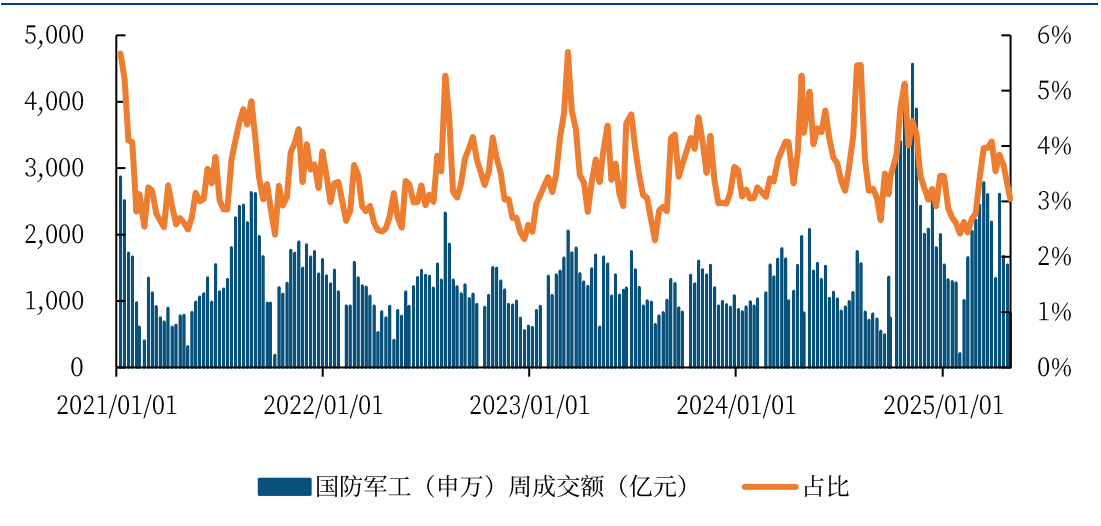
（一）估值分位

截至 2025 年 4 月 30 日，国防军工（申万）指数 PE 为 69.47 倍，处于 2014 年来的 56.89%分位。

（二）军工板块成交额及 ETF 份额变化

本周，军工板块（申万）成交额为 813.17 亿元（-47.39%）；占中证全指成交额比例为 2.54%，同比下降 0.26pts。主要军工 ETF 基金份额环比上周增长 2.18%。

图9 军工板块成交量变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 4 月 30 日）

图10 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）

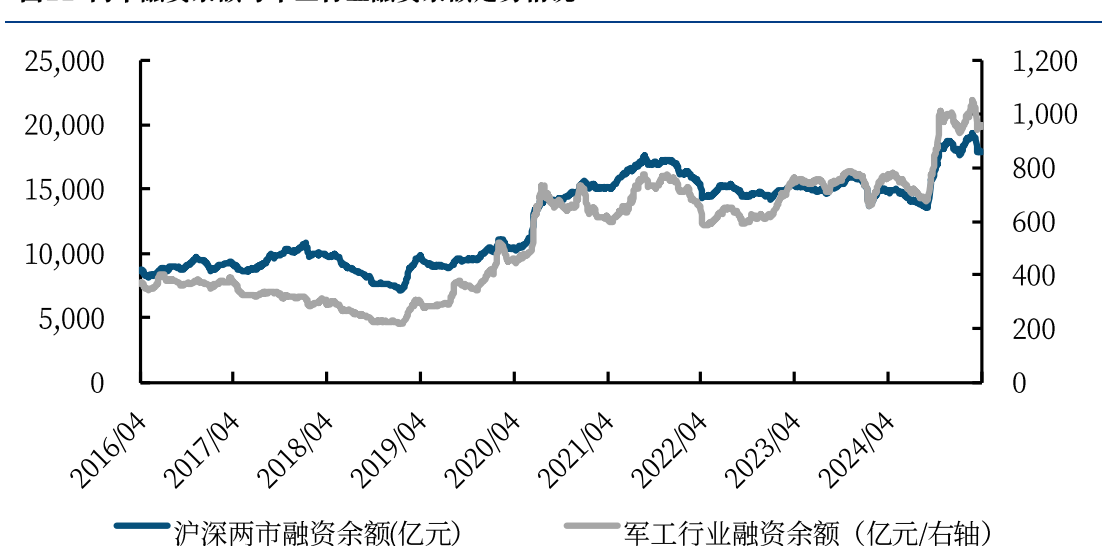
序号	代码	名称	2024/12/31	2025/4/30	年初至今份额变化	近一周份额变化
1	512660.SH	国泰中证军工 ETF	95.94	129.99	35.49%	1.71%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	93.93	130.20	38.62%	3.90%
3	512670.SH	国防 ETF	42.68	53.14	24.51%	1.49%
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	34.07	35.42	3.97%	0.50%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	14.90	15.26	2.42%	0.33%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	11.23	12.07	7.48%	0.25%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	4.59	5.36	16.78%	0.56%
合计			297.33	381.43	28.29%	2.18%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 4 月 30 日）

（三）融资余额变化

截至 2025 年 4 月 29 日，军工行业的融资余额合计 944.10 亿元，比上周环比将减少 1.20%，占两市融资余额比例为 5.29%。

图11 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 4 月 30 日）

六、军工三大赛道投资全景图

我们将军工行业分为 3 大赛道、20 个细分领域（[各赛道详细分析见军工行业 2025 年投资策略《今朝更好看》](#)）进行分析讨论，并分别列举投资判断和观点，具体如下：

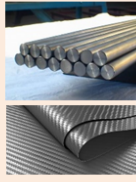
① 军工主赛道：主要包含航空、导弹及智能弹药、军用船舶、军工电子、军工

材料、测试及维修等七大细分领域，涵盖了航空、航天、船舶三大军事用途中武器装备的完整产业链，作为军工行业的“压舱石”，引导着行业的发展，是军工行业当前的主要构成及发展驱动力。

② **大军工赛道**：主要包含以低空经济、民机、商业航天、卫星互联网、信创、民船、以及军贸等七个“大军工”产业细分领域。所谓“大军工”，是指当前军工行业的范畴已大为拓展，特别是军技民用下广义概念下扩充的军工新赛道。这些领域或已具有一定规模或仍在快速发展阶段，是支撑军工行业持续高景气发展的第二曲线。

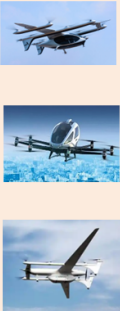
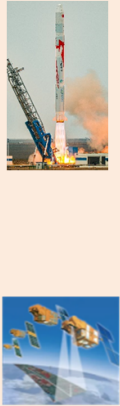
③ **新域新质赛道**：主要包含以无人装备、反无人、电子对抗、数据链路、军事仿真以及军事智能化等新战争形态下，以“智能化、体系化、信息化”为代表的军工细分领域，这些领域往往已经受到海外军事强国的重视或已经在战场上得到了实战验证，在国内往往处于早期萌芽发展阶段，但应用发展确定性相对较强。新域新质各细分领域在“十四五”末，乃至“十五五”时期都有望具有较大发展弹性，将有望成为军工板块在未来中长期持续高景气发展的新驱动力。

图12 军工主赛道投资全景图

军工主赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
航空 	2024年的航空板块正经历着一场深刻的变革与挑战。国内军事采购计划的阶段性波动造成了订单需求的不确定性，同时产品的降价压力更是进一步压缩了企业的利润空间，使得整个行业发展短期面临压力。	国家安全战略不断演进的大背景下，航空装备的更新换代需求日益迫切。新型作战机型以及航空装备的研发与列装将成为十五五期间的重要任务，这些新需求将为航空企业带来充足的订单需求，推动航空产业重新回归高景气发展的轨道。此外，军贸市场的逐步拓展、民机领域的蓬勃发展以及低空经济的崛起等“大航空”领域正不断提升航空产业发展的天花板。	● 下游主机厂地位有望进一步提升，改革助力高质量发展； ● 新形势下，航空产业链集聚和调整提速，或存在并购整合机会； ● 民机、低空经济、军贸、维修等已初步具备放量基础，与军用航空产业链技术同源，产业链相通，有望抬升航空产业市场天花板。
导弹与智能弹药 	● 短期需求阶段性波动依旧存在，各上市公司在收入以及净利润兑现上依旧承压； ● 相关上市公司存货仍维持在较高水平，结合多家公司签署重大合同来看，相关企业仍在积极备货以应对订单落地。	● 内需以及军贸带来的需求有望维持产业中长期高景气； ● 在“十四五”末年以及临近2027年建军百年目标之际，多家业绩弹性有望迎来拐点的企业将获得估值水平的修复，迎来戴维斯双击。	● 关注在装备性价比上具有优势的细分赛道； ● 聚焦在数量规模或总产值规模上具有优势的细分赛道； ● 聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业； ● 聚焦高价值分系统领域企业； ● 关注与新质新域领域存在业务交叉的企业。
船舶 	对于“十四五”的未来一年，我们认为，会是中国海军继续“走向深蓝”的重要一年，如同《新时代的中国国防》白皮书中所说中国海军会“加快推进近海防御型向远海防卫型转变”，在此进程中海军对于舰船、舰艇的需求有望会持续之前的稳步上升势头。	后续航空母舰协同作战下的属舰协同、配套发展将会是我国军用船舶发展的主要机会之一	● 航空母舰带来的属舰机会； ● 船舶新域新智领域机会
军工电子 	● 2024年军工电子行业受行业因素影响，多型号订单延后，原有需求节奏调整、新增订单不及预期； ● 叠加成熟产品降价压力导致行业业绩整体承压； ● 板块指数与估值全年走出“V”字反转，显示出市场对于行业反转的预期不断增强。	● “三化”+国产替代+军技民用驱动下，行业需求确定； ● 伴随行业基数的快速提升，军工电子正在进行从“量”到“质”，从“单”到“多”领域的结构转变； ● 军工电子产品进入新一轮研发周期，新一代产品未来的落地，将持续提供行业增长动能。	● 军工智能化、信息化迎来加速； ● 人工智能技术引领下一阶段军事变革； ● 软件作用日益突出，软件自主可控有望快速发展； ● 新域新质作战力量给军工电子带来新增量。
军工材料 	● 2024年军工材料行业仍然受军品降价、军工订单及需求节奏波动等因素的影响，在调整中； ● 板块指数与估值全年走出“V”字反转，显示出市场对于行业反转的预期不断增强； ● 行业子版块分化，军工新材料值得关注。	● 各产要求明确，需求无须多虑，等待订单落地，新材料应用深度、广度不断扩大； ● 低成本与高可靠之间的博弈取舍； ● 单一来源与唯一客户的取舍； ● 寻找第二曲线，挖掘产业链拓展机会。	● 基础材料的供应能力已基本具备，材料多功能性是未来发展趋势； ● 增材制造、特种加工等材料制造新工艺迎来快速发展； ● 高端材料的新增“民用”市场开始带来第二曲线动力。
测试 	2024年受到军工行业阶段性调整影响，行业订单延后、减少，军品交付节奏的变化导致军品检测行业整体业绩规模收缩、盈利能力有所下降，但其中业务相对多元、下游客户领域相对丰富的检验检测公司受影响程度有限。	● “十四五”规划收官阶段，军工行业需求修复、订单“弥补式”增长预期增强，从事检验检测企业也将同步受益； ● 未来检测行业需求或将更多的向第三方检测机构倾斜； ● 整合行业资源，延伸检验检测的深度和广度，打造一站式检测服务平台。	● 关注以增资、收并购的方式快速切入商业航天、低空经济等新质生产力赛道的检验检测企业； ● 关注同时具备检验检测设备制造以及提供检验检测服务的企业。
航空维修 	● 军机性能不断提高，规模化列装和常态化实战训练带动维修需求增长； ● 2023年民航业复苏，民航维修市场也迎来修复，2024年进入自然性稳定增长期，在国产民机持续交付的带动下，我国民航维修市场需求随之增加。	● 未来军用航空维修将逐渐从军方大修厂向主机厂、民营企业转移，市场化能力逐渐提升； ● 民航维修市场需求空间广阔，尤其体现在对技术含量高、附加值高的组件的深度维修能力，以及维修能力全面多样的维修企业的需求上。	● 关注参与或布局维修领域的链长企业； ● 关注拥有维修再制造技术且实现产业化应用的企业； ● 关注具备维修类型多样并逐渐向价值量高的组件深度维修能力拓展的企业。

资料来源：中航证券研究所

图13 大军工赛道投资全景图（一）

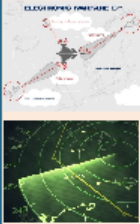
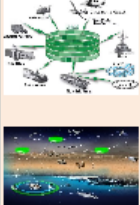
大军工赛道	现状 & 边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
低空经济	 从2024年整体情况来看，低空经济产业发展呈现出明显提速趋势。在政策方面，党的二十届三中全会作出《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》从顶层发声明确支持低空经济发展，同时各地方政府针对低空经济产业发展的一系列发展规划日趋完善。技术方面，信息通信、北斗导航、电池、电机等技术持续迭代，为eVTOL为代表的新型电动化、绿色化、无人化飞行器低成本、可持续应用提供了重要助力。基础设施方面，随着国家及各个地方政府加快开展低空空域管理改革探索，为低空飞行服务的软、硬件设施都已加快布局建设，有望在2025年前形成一定的规模。场景应用方面，以深圳、上海为首的城市均已开展物流配送、观光飞行等应用试点，取得一系列成效，未来有望率先形成应用示范。从投融资角度来看，头部EVTOL企业沃兰特在2024年3月起连续完成多轮融资，多家企业也同步完成大额融资，反映出资本市场层面对于低空产业的关注度。	得益于国家顶层战略的支持，低空经济产业迎来了发展的黄金机遇期，并且在诸多方面已经取得了显著的进展，但产业发展依然处在早期萌芽阶段，在基础设施、产品构型、技术演进等方面尚存不足，产业距离商业化落地依旧前路漫漫。总体而言，低空经济赛道作为战略新兴产业的重要代表，已初步具备放量基础，是值得重点关注的投资赛道之一，但仰望星空的同时还需脚踏实地稳步发展，低空“高飞”尚需时日，静待花开。	关注低空基础设施、核心技术以及整机制造的一二级相关企业。具体细分领域包括低空空管系统、整机动力“三电”技术企业、材料、整机制造企业。
民机	 单通道喷气式客机方面，国航与南航分别购买100架C919客机，三大航司全部进入C919时代，截至2024年11月已开通12条运营C919的定期商业航线。从交付量看，C919交付提速，截至2024年11月已交付12架，本年度交付数量将远超上年。总体来看，2024年，C919在手订单充足，订单量、交付量和运营规模皆超过2023年。我国大飞机商业化运营时代正式开启。双通道喷气式客机方面，C929已进入详细设计阶段，正在开展初步设计和供应商选择。国航与中国商飞签署C929客机首家用户框架协议，意向成为C929宽体客机的全球首家用户。国产大飞机有望进入宽体客机市场。支线客机方面，ARJ21正式改名为C909，衍生出多个机型，交付突破百架，机型的安全性和可靠性得到航空公司和民航市场的充分检验。	● 伴随着国内和国际航空客运市场的快速恢复和发展，航空客运市场带来的高需求有望维持民机产业中长期高景气。海外市场方面，C919“出海”有望，或将在未来得到欧盟认证；中国商飞将持续开拓东南亚市场，基于香港办事处对接东南亚及“一带一路”沿线国家和地区的航空公司。 ● C919产能将在未来快速上量。随着C919大型客机批生产条件能力（一期）、（二期）两项建设项目的启动，C919的交付在“十五五”期间将提速，产能或将达到150架/年。 ● 民机供应链国产化持续推进，相关航空发动机及机载系统的正处于加速推进中，力争形成国产化配套能力。此外，民企对民机供应链的参与程度将更深、更广。 ● 伴随着C919商业化运营时代开启，和C909、C929的持续发展，我国大飞机谱系逐渐完善，大飞机产业已迈入规模化、系列化发展新时代。	● 民机产业链长，覆盖面广，涵盖材料、锻铸、机加、电子等数个领域，旁侧效应显著，拥有极高的附加价值，作为战略新兴产业，备受国家的重视，是中长期投资主线。民机供应链将持续进行国产替代，“主-供”模式下民企在航空产业链中的角色将愈发重要； ● 机体、发动机和机载设备为民机产业链中的高技术模块，其价值占比分别可以达到25%以上；材料及标准件技术难度相对较小，价值占比在15%左右。建议关注这四大领域中的体系内企业和民企。
商业航天	 ● 火箭制造：随着我国卫星发射需求空前增加，我国各类火箭企业集体转攻可复用运载火箭的研发； ● 卫星制造：卫星制造产业当前的业绩波动是短期阶段性的，随着卫星互联网进入实质性的建设阶段，我国卫星发射需求空前增加； ● 卫星通信：当前卫星通信产业的应用端市场空间仍未迎来明显变化，但是卫星通信上游的空间基础设施和地面终端设备已经出现了明显变化，下游各领域的拓展应用也在逐步开展； ● 卫星导航：卫星导航产业是我国卫星产业各细分领域发展相对更为成熟的细分板块。当前驱动我国卫星导航产业快速发展的动力主要包括我国“北三”换装持续推进、基于高精度北斗/GNSS技术的新兴应用领域的拓展以及海外市场的加速布局； ● 卫星遥感：近两年受宏观经济波动，卫星遥感产业出现短期调整，但是，伴随着万亿国债的加速释放，卫星遥感产业在自然资源、应急减灾、生态环境、水利、农业等to G领域的需求依然不减。同时，遥感产业的“第二增长曲线”迎来快速爬升。	● 火箭制造：可复用火箭等实现低成本发射技术应用将成为行业发展提速变点之一； ● 卫星制造：我国卫星发射数量有望保持快速增长趋势，卫星制造产业有望摆脱小批量、定制化的传统商业模式，迎来大批量的生产交付阶段，中长期行业的收入与净利润规模增速有望逐步提升； ● 卫星通信：无论是传统卫星通信设备与服务在消费级市场上的持续扩容，高轨卫星互联网持续在民航、航海等应用领域拓展，还是卫星互联网产业空间基础设施建设持续推进，将促使卫星通信产业在中长期维度上实现“换挡提速”； ● 卫星导航：“十四五”末及“十五五”时期，卫星导航应用市场增速有望保持年复合15%的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过20%； ● 卫星遥感：伴随着下游市场的加速修复，“十五五”时期我国卫星遥感下游应用市场需求增速有望恢复至30%左右。卫星遥感预计仍将是卫星产业中成长性相对更高的细分赛道。	● 火箭制造：建议关注已实现规模化发射或在研阶段具备先发优势的火箭总装企业、参与火箭核心环节或分系统的企业、布局火箭制造各细分领域的“军民民用”企业； ● 卫星制造：建议关注通信及遥感小卫星制造产业链上具有批产能力的配套企业或总装企业，在高价值量环节上具有低成本及产业化能力的企业或具有较高技术水平、正处于产业化过程中的企业，在星间链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业； ● 卫星通信：制造端，建议关注与“国网”“G60”星链等大型星座具有配套合作关系的企业，已经具有一定批生产的配套企业或总装企业，地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势的企业、或在部分领域具有高技术壁垒的企业；应用端，建议关注传统应用领域、航空及海洋互联网市场、手机/汽车直连卫星等消费市场以及6G建设进展； ● 卫星导航：建议关注北斗应用产业中上游领域的头部企业，布局传统导航应用终端集成的头部企业，布局新兴导航应用终端集成的商业模式清晰、营销能力强的企业，“高精度北斗导航”以及在卫星导航融合领域布局的企业； ● 卫星遥感：建议关注客户多元化、收入结构均衡的企业，拥有具有稀缺属性的遥感数据源的企业，布局“万亿国债”、“数据要素X”三年行动聚焦的细分领域的企业，以及与导航或通信有协同布局的企业。

资料来源：中航证券研究所

大军工赛道		现状及边际变化		发展趋势研判		投资逻辑和关注点	
卫星互联网		● 2023年以来，国内低轨卫星互联网星座建设项目正逐步启动； ● 卫星通信产业的应用端市场空间仍未迎来明显变化，我国低轨卫星互联网空间基础设施建设仍处于早期阶段，高轨卫星互联网下游应用以及传统卫星通信下游市场应用市场仍有待开发。	● 我国低轨卫星互联网建设进程有望迎来提速，而未来伴随各卫星互联网星座正式建设的开始，卫星互联网空间基础设施建设相关上市公司的业绩也将有望迎来兑现； ● 我国高轨卫星互联网建设成熟度要高于低轨卫星互联网产业，有望在高清卫星电视广播以及航空互联网、海洋互联网、应急领域等卫星互联网新兴领域的商用市场上实现快速拓展； ● 卫星互联网有望成为6G的重要技术路径之一，卫星互联网与地面通信产业融合可能为行业带来新市场空间	● 卫星制造方面：1、重点关注与“国网”、“G60”星链等大型星座具有配套合作关系的企业。2、重点关注通信小卫星制造产业链上已经具有一定批生产的配套企业或总装企业收入与利润规模的提升。3、地面设备企业方面，重点关注卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势的企业、或在部分领域具有高技术壁垒，通过扩产加强产业化能力的企业； ● 卫星应用方面：1、传统应用领域，应急通信与直播电视等应用预计会维持稳定增长。2、航空及海洋互联网市场是在我国卫星互联网应用市场中有望率先得到拓展应用的领域，有望为相关运营商带来业绩增长提速驱动力。3、关注手机以及汽车直连卫星对传统卫星通信应用市场渗透率的加速作用。4、关注6G建设进展对卫星通信产业带来的需求空间影响。			
信创		● 2024年以来党政军及行业信创招标投标持续取得了积极进展； ● 超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，为信创行业提供了资金基础； ● 2024年全球全球信息安全事件频发，再次凸显了我国信创产品基础保障的作用。	● 2023年信创产业市场规模约为15388亿元，增速下降明显。主要受2022年央企国企大规模信创采购后，需要一定时间进行实施验证； ● 从未来信创安全的需求及国产信创产品技术的持续成熟，竞争力的不断提升，信创产业规模将持续增长。	● 信创涵盖领域包括芯片、操作系统、中间件、数据库、服务器、网络安全等，是中长期投资主线； ● 信创国产替代的逻辑虽短期难以完全兑现至业绩，但随着国内信创安全需求的提升，正不断加速落地。			
民船		2024 年以来全球新造船市场延续了此前的火爆态势，根据Clarksons的数据，年初至近期（10月8日）新船订单累计1746 艘、合5016 万修正总吨，以修正总吨计仅次于2006-08年三年同期水平。近期（9月21日至10月4日），全球新造船市场保持活跃，共报出35 艘新船订单，包括5 艘油轮、14 艘集装箱箱和7 艘气体船。	从产业角度来看，相对确定的两点因素民船市场的船舶更替周期与我国向高技术船舶产业领域迈进趋势有望共同助力未来我国船舶产业的发展，成为下一阶段我国民船建造领域的主要增长点之一。	● 建议关注中国船舶集团后续资本运作情况； ● 建议把握民船景气大周期的持续时间及细分船型价格表现。			
军贸		最近两年，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。	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内生式高速增长转变。	建议关注基于自身现有军贸产品谱系进行横向拓展的军工央企国企，利用军贸机遇向下游总装市场拓展的民参军企业，致力于军技民用的出海企业，布局无人装备、数据链路、电子对抗、卫星互联网等新兴领域军贸业务的企业，参与低成本武器装备出口的军贸企业。			

38

图15 新域新质赛道投资全景图

新质新域赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
无人装备 	2024年，我国无人装备领域获得了瞩目的成就，无论是民用领域低空经济带动的无人机行业的蓬勃发展，亦或是军事领域俄乌冲突、巴以冲突带来的各类无人装备的大量运用，都表征着，无人装备已开始驱动战争形态的演变，无人装备作为主战装备的时代或已不远。	论是美国的CCA、亦或是我国的FH97等，大量战斗力超群的无人装备已纷纷进入人们的视野，处于验证阶段，大胆畅想，我们认为，展望未来十年到二十年的维度，完全的无人化、智能化战争或将到来，相较于彼时，虽然如今无人装备已经占据了一定的装备比例，但其总量仍有较大差距，相应的其中蕴含的可观的发展潜力，值得重点关注。	● 政策层面利好军用无人系统长期发展，无人系统将成为未来战争的主战装备； ● 低成本、消耗属性，需求数量远大于有人装备； ● 军事理论创新推动无人装备向智能、集群、人机协同、跨域发展； ● 外贸市场将逐步打开，以无人机系统为首的无人系统已成为国内军贸的重要部分。
反无人 	● 民用领域，无人机黑飞产生的事故屡见不鲜，已经严重威胁了航空和关键基础设施的安全，推动反无人需求增加； ● 军用领域，近年的纳卡、俄乌冲突、巴以冲突中，无人机/反无人机作战不但成为交战双方的主要作战样式，被常态化使用；	人机在军、民领域的广泛应用已是大势所趋，然而，从产品能力与产业成熟度来看，反无人系统装备的发展相较于前者，存在明显的短缺与滞后，当下防、控无人力量量的短缺，作战制衡力量的不对称，均意味着，在当下，反无人机系统装备存在可观的发展空间。	目前无人机反制行业集中度相对较低，中游链主企业规模普遍较小，话语权较弱，尚无绝对龙头企业具备牵引产业链发展的能力，导致行业产业链相对垂直，产业链中、上游处于逐步发展成熟的过程中，全产业链布局正当时。
电子对抗 	● 随着对于电磁频谱域运用的拓展与开发，如今的电子对抗已经由单一功能、单一频谱的对抗，演变为面向体系、覆盖全域的对抗； ● 我国军兵种在2024年4月迎来了新的调整，可以看出我国武器装备建设的重心所在，电子对抗成为我国军事信息化、智能化发展的关键领域之一。	● 电磁空间安全上升到了一个全新的高度，是决定战争胜负的重要因素。 ● 随着对电子对抗设备技术指标要求提升，微波元器件、组件和模块等在电子对抗中的价值占比也将逐步提升； ● 未来战争将以夺取全谱战空的信息优势为主线展开，对于电磁频谱域战斗力生成的需求将驱动新一轮的电子信息科技的发展。	● 认知化已是电子战技术发展的必然趋势 ● 建议关注综合射频与一体化设计方向 ● 建议关注侦察/进攻/防御综合一体化方向
数据链路 	● 2024年信息支援部队成立，对数据链通信需求进一步明确； ● 宽带通信相关数据链系统出现实质性落地； ● 无人装备等应用场景进一步打开	随着下游需求景气回暖，以及军事智能化、信息化建设持续深入推进，2024年有望成为数据链系统新一轮放量的起点，未来覆盖节点将大规模增加，在通信容量及传输速率方面将进一步提升，同时对通信安全提出更高要求，系统价值量将持续增长，参考美军数据链建设经验，军用数据链年均市场空间在200-300亿元	关注射频环节（价值量占比最高）；加密环节；系统级供应商（核心环节）及数据链系统：观想科技、坤恒顺维
军事仿真 	2024年，在现代的国防建设中，国产替代软件的作用愈发凸显，对于功能性的需求愈发强烈，俄、乌冲突中，充分体现了作战能力的度量标准是硬件与软件能力的复合。	● 技术上，正在向“数字化、高效化、智能化、网络化、服务化、普适化”发展； ● 需求上，军事仿真技术在“研试战训保”体系上的应用，已得到研制方和使用部队的认可和重视； ● 结构上，嵌入式军事仿真更契合现代化装备训练需求。	● 建议关注数字仿真引擎和实物半实物设备核心公司，相关领域价值量占比较高； ● 军事仿真和民用仿真的基础技术是共用的，建议关注具备民用、工业领域拓展机会的标的； ● 仿真技术与人工智能、数字孪生等新一代基础与应用技术高度契合，建议关注布局相关方向的核心标的。
军事智能化 	2024年，随着人工智能的普及，站在当前的历史节点，军事人工智能的发展就成了必然，国内外均在相关领域表现了极高的重视，投入了大量的资源。	● 人工智能价值量及占比不断提升，工与军事结合深度有望愈加加深； ● 军事人工智能的市场空间不仅限于“装备口”，相比较传统的行业领域，具有更大的市场空间； ● 随着智能化水平的提高，对军工电子产业基础的要求有望牵引新一代军工电子的产业发展新逻辑与趋势。	● 优先提升“算力”基础，智算中心正在能力建设，相关硬件厂商将率先受益； ● 军事智能化的应用方向十分广阔，随着军事智能化的需求不断具象化，相关领域的智能化算法及模块能力公司将不断涌现，来解决行业智能化所面临的痛点。

资料来源：中航证券研究所

不同赛道的发展特点梳理如下，以供投资参考。

图16 三大赛道各细分领域投资特点对比

细分赛道	市场空间	利润空间	新型号更新速度	消耗属性	产业链稳定性	赛道拥挤度(+为松散)	国产替代剩余空间	民用领域的拓展性	“十四五”后期增速	大军工第二曲线
军工主赛道										
航空	++	+	++	++	+++	+++	+	+++	++	++
导弹与智能弹药	++	++	++	+++	+++	-	+	--	++	++
军船	++	+	++	---	++	-	-	+++	+	++
军工电子	++	+++	++	+	-	-	+	++	++	+
军工材料	++	+++	++	+	○	○	+	++	++	++
测试	+	+			○	++		+	+	○
维修	++	++			○	++		++	++	○
大军工赛道										
低空经济	+++	+++	+++	+	-	○	+++	+++	+++	+++
民机	+++	++	○	○	+	○	+++	+++	+++	
商业航天	+++	++	++	+	++	○	+	+++	++	
卫星互联网	+++	++	++	+	++	○	+	+++	++	+
信创	+++	+		○	-	○	+++	+++	+	
民船	+++	++/-- (周期)	+	-	++	+++	-	+++	+++	
军贸	+++	+++			+	○	+++	--	+++	+++
新域新质赛道										
无人装备	+++	+++	++	++	+	+++	-	+++	+++	+++
反无人	+++	+++	+	+	+	++	-	+++	+++	+++
电子对抗	++	++	+	+	++	++	++	+	++	+
数据链路	++	+++	++	+	++	++	++	+++	++	+
军事仿真	++	++	+	-	++	++	+++	++	++	++
军事智能化	+++	+++	+++	-	+	+	++	++	+++	++

资料来源：中航证券研究所整理（注：“+”代表程度深，○代表一般，“-”代表程度低）

七、建议关注的细分领域及个股

关于投资方向和行情判断：

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、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
4. 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天、深海等军民结合领域的“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。

具体建议关注的上市公司如下。

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）等。

低空经济：莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

航天防务（导弹及智能弹药）产业链：

航天电器（连接器）、航天南湖（防空预警雷达）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、中兵红箭（特种装备）、国科军工（导弹固体发动机动力与控制产品）、成都华微（模拟芯片）、国博电子（星载 TR）、智明达（嵌入式系统）。

商业航天（卫星制造及卫星应用）产业链：

航天智装（星载 IC）、中国卫通（高轨卫星互联网）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶（深海）产业链：

中国船舶、中国重工、中国海防（水声水下防务）。

军事智能化：

能科科技。

军工材料：

铂力特、超卓航科（增材制造）；光威复材、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；华秦科技、佳驰科技（隐身材料）；菲利华（石英纤维）。

八、风险提示

- ① 央国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ② 部分军品低成本发展趋势下，可能会带来相关企业毛利率的波动；
- ③ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ④ 随着军改深入以及订单放量，以量换价后导致相关企业业绩波动；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
- ⑥ 信创与新质、新域装备等中长期投资逻辑赛道，可能存在无法在较短时间内反应在营收层面的情况，同时高研发费用可能会导致利润无法短期释放，存在短期估值较高的风险；
- ⑦ 军贸受国际安全局势等因素影响较大，当前国际安全局势等因素较为稳定，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生不利影响；
- ⑧ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ⑨ 宏观经济波动可能对民品业务造成冲击；
- ⑩ 行业重大政策调整可能会对军工板块走势产生中短期影响。

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发送或为任何就发送、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