

基金持仓阶段性回落，Q2 回升动能积聚

—— 军工行业双周报

2025 年 4 月 27 日

- **基金军工持仓环比下滑，同比微增：**2025Q1 主动型公募基金军工持仓占比 3.27%，环比下降 0.30pct，同比上升 0.11pct。随着 2 月以来订单改善信号显现，市场预期转向积极，二季度持仓占比或将企稳回升。
 - **基金持仓集中度环比有所下滑、持仓超配比例小幅减少：**2025Q1 持仓集中度（CR10）50.37%，环比下降 5.35pct，同比下降 2.62pct。剔除军工主题基金后，CR10 集中度为 49.15%，环比下降 6.98pct，同比下降 4.53pct。军工股持仓集中度与中证军工走势相关性为-0.51，呈现显著负相关。2025Q1 军工板块超配比例为 0.49%，环比下降 0.16pct，同比上升 0.30pct，超配比例小幅减少，但仍超过 24Q1 同期水平。
 - **中美关税战升级，国产大飞机遇战略发展期。**对等关税风波已震荡多周，波音公司 CEO 证实中国客户已经停止接收波音飞机交付，且已退回 3 架接近交付的飞机。美国达美航空、欧洲的瑞安航空相关高管也相继表态，如果关税导致波音或空客飞机价格上涨，考虑将推迟飞机交付时间。若关税影响持续，波音面临长期成本压力，其全球市场竞争力或将显著弱化，行业竞争格局面临重塑，我国大飞机产业迎战略机遇期。
 - 近日国产客机在东南亚市场取得新进展，中国与马来西亚、越南分别发布联合声明，支持其航司引进我国商用飞机；4 月 19 日，由成都航空湿租给越捷航空的两架 C909 飞机正式开通“河内-昆岛-胡志明”航线，标志着中国商用飞机在越南开启商业运营。
 - 中长期来看，国际贸易环境恶化将加速我国商飞国产替代进程，商用发动机、航电、航材等卡脖子的环节有望快速获得突破。
 - **投资建议：自主可控强化，国防军工迎发展机遇。**短期看，首先，美国关税政策对军工产业影响极其有限，“避风港”特征凸显；其次，关税引发的自主可控需求得到强化，军技转民用市场空间打开，比如军工半导体的民用化开发；再次，军工部分上游元器件企业订单端同比改善明显，并有望自上而下传导，强预期向强现实过渡，Q2 基本面改善可期；此外，年报和一季报进入披露窗口，利空逐步出尽，建议“重订单，轻业绩”。中期看，首先，2025 年恰逢抗战暨世界反法西斯战争胜利 80 周年，行业催化剂将持续涌现，看好未来两个季度军工板块相对表现；其次，央企市值管理+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。长期看，2027 年建军百年近在咫尺，三年高景气有望延续。
- 建议关注：**
- **军技转民用看布局：**北摩高科、芯动联科；
 - **低空+商业航天+深海科技看政策催化：**航天电子、四川九洲、中科海讯；
 - **弹产业链看β：**航天电器、菲利华、理工导航、振华科技、长盈通；
 - **军机和航发产业链看α：**智明达、紫光国微、航宇科技；
 - **AI+看催化：**佳缘科技、中科星图、邦彦技术。
- **风险提示：**国际局势变化风险；需求不及预期的风险；下游持续降价的风险。

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

胡浩森

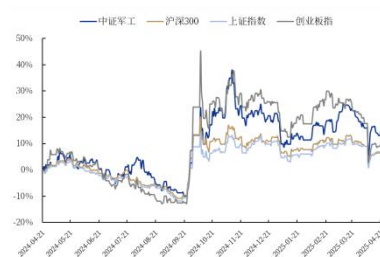
☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

相对沪深 300 表现图

2025-4-27



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

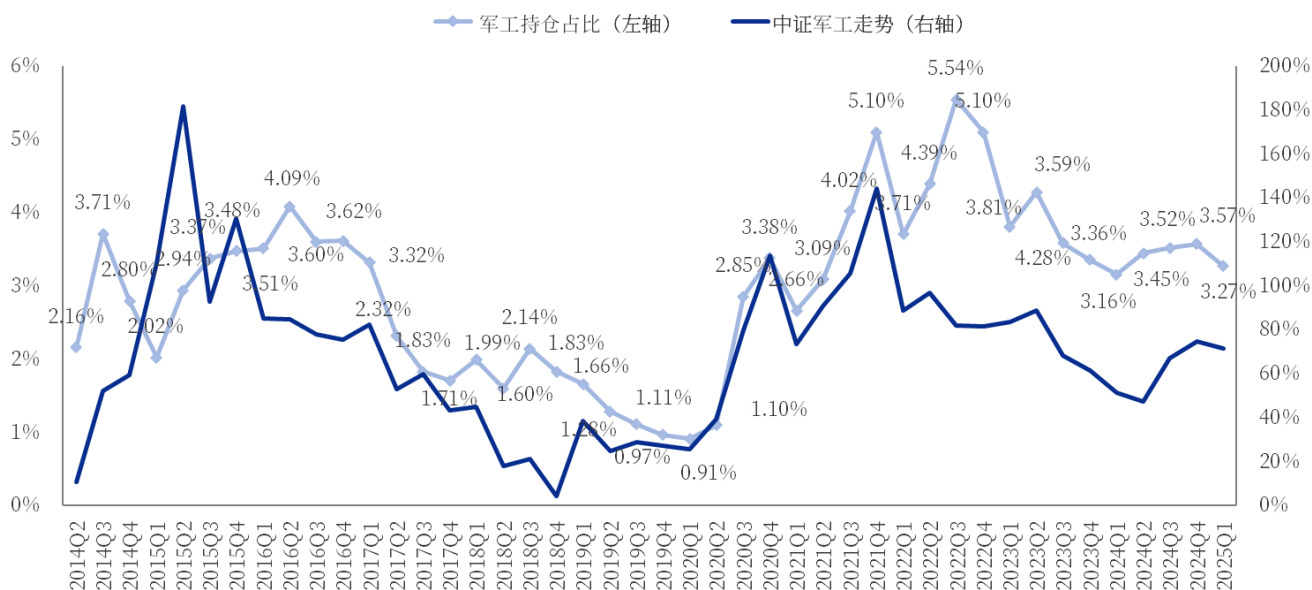
一、 军工板块 25Q1 基金持仓情况.....	3
(一) 基金军工持仓季节性下滑，同比略微增长	3
(二) 持仓集中度环比有所下滑.....	4
(三) 超配比例小幅减少	5
二、 军工行情表现.....	6
(一) 周行情	6
(二) 当前共 166 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 2.56%	7
(三) 军工板块估值水平	8
(四) 重要上市公司动态.....	9
(五) 军工上市公司股权回购，彰显公司信心	10
三、 行业动态.....	12
(一) 军工行业动态	12
(二) 商业航天板块动态.....	12
(三) 低空经济板块动态.....	13
四、 投资建议：自主可控强化，军工迎投资机遇.....	14
五、 风险提示.....	14

一、军工板块 25Q1 基金持仓情况

（一）基金军工持仓环比下滑，同比略微增长

主动型公募基金军工持仓占比 3.27%，环比下降 0.30pct：2025Q1 主动型公募基金军工持仓占比 3.27%，环比下降 0.30pct，同比上升 0.11pct。随着 2 月以来订单改善信号显现，市场预期转向积极，二季度持仓占比或将企稳回升。

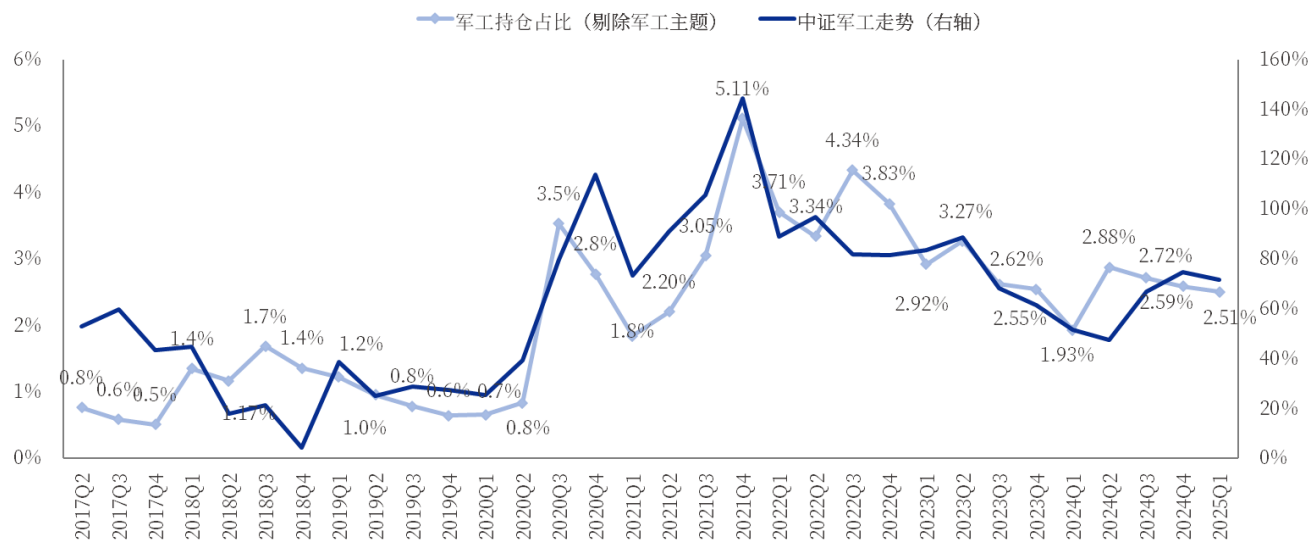
图1：基金军工持仓占比与军工指数走势对比



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。2025Q1 基金（剔除军工主题）持仓占比 2.51%，环比下降 0.08pct，同比上升 0.57pct。

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

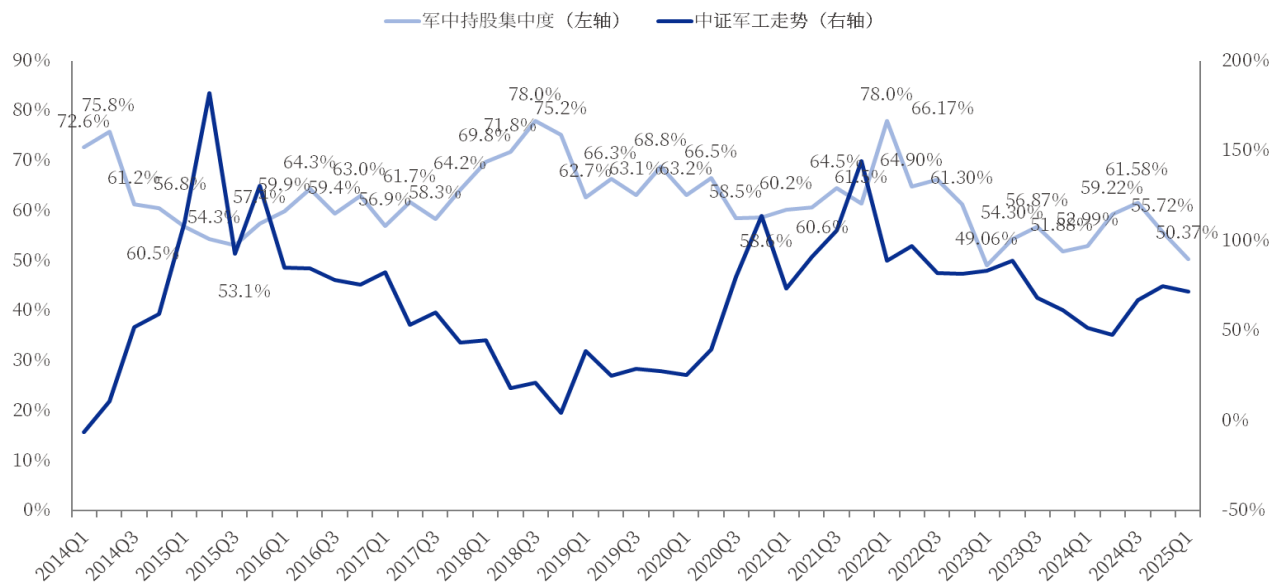


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（二）持仓集中度环比有所下滑

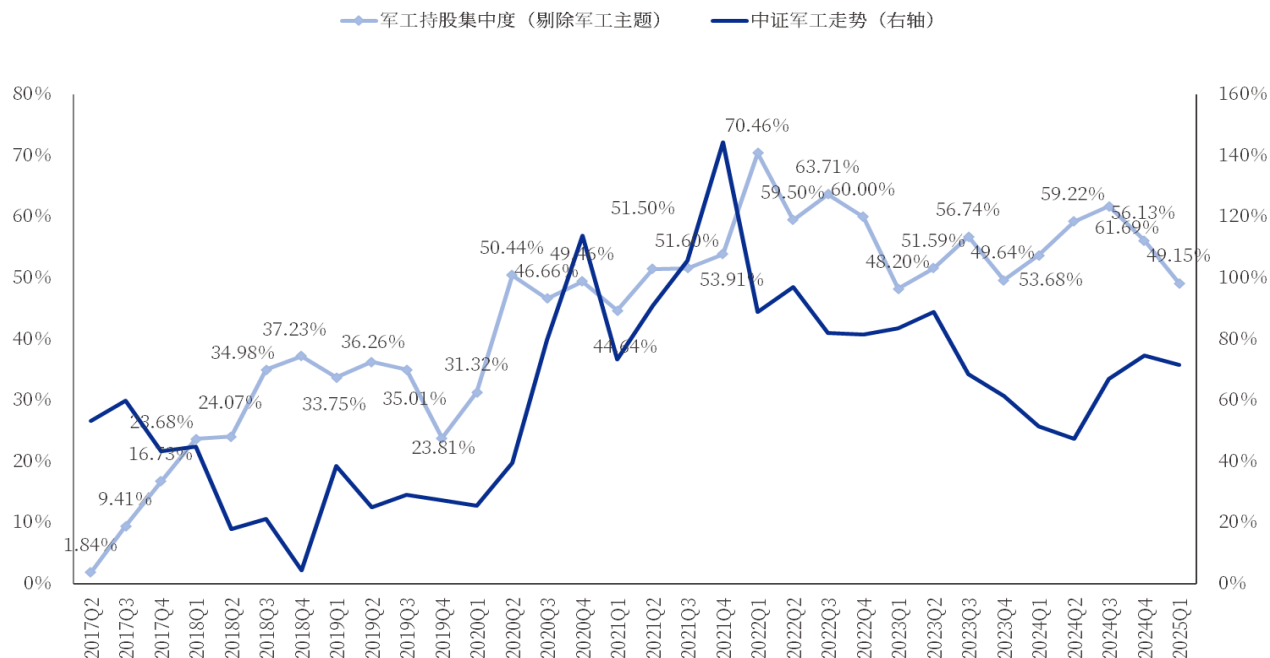
2025Q1 持仓集中度（CR10）50.37%，环比下降 5.35pct，同比下降 2.62pct。剔除军工主题基金后，CR10 集中度为 49.15%，环比下降 6.98pct，同比下降 4.53pct。军工股持仓集中度与中证军工走势相关性为-0.51，呈现显著负相关关系。

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

根据公募基金前二十大重仓股持股市值的统计分析，从 2025Q1 表现看，持股市值排名前二十的公司中包括 10 家军工集团央企、4 家地方军工国企以及 6 家民营企业，市值占比分别为 59.38%、11.67%和 28.95%。

表1：前二十大持仓军工股变化情况（持股市值以 2025.3.31 日计算）

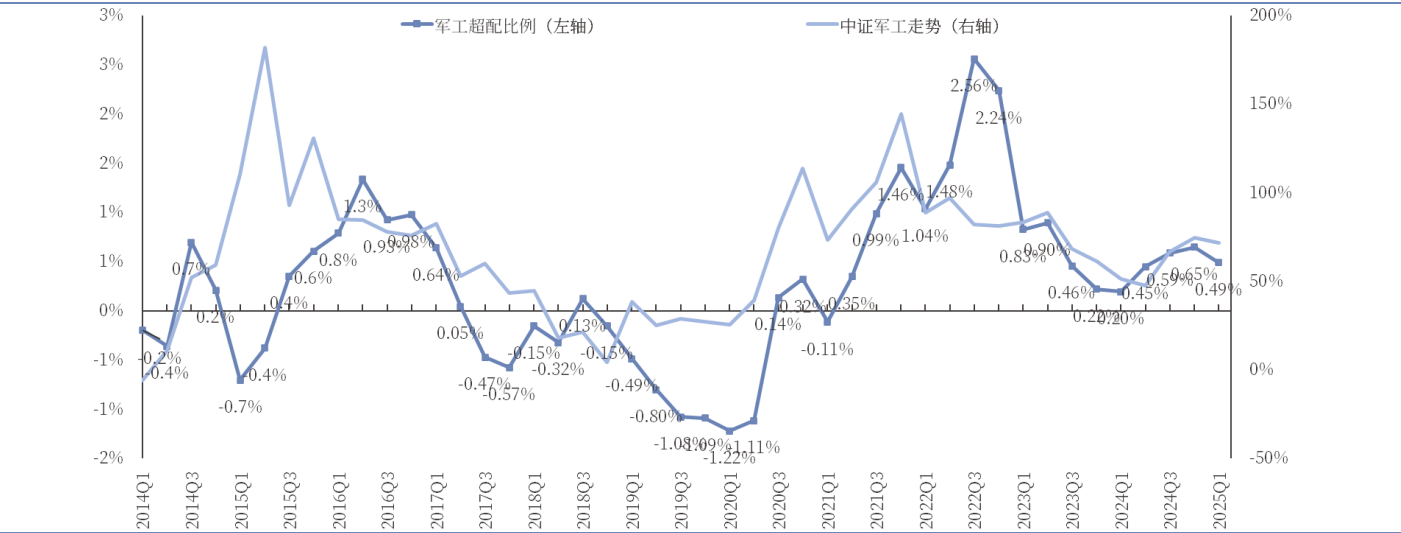
名次	名称	持股总市值（亿元）	持股市值季度环比	持股数量季度环比
1	振华科技	42.76	173.13%	114.29%
2	中航光电	40.02	-8.06%	-11.94%
3	睿创微纳	32.69	31.86%	1.47%
4	菲利华	30.54	76.22%	48.24%
5	航天电器	25.86	46.01%	27.52%
6	中航高科	25.27	-24.15%	-19.60%
7	洪都航空	22.75	13.40%	4.45%
8	国睿科技	17.91	22.80%	20.21%
9	中航沈飞	17.00	-61.08%	-53.31%
10	西部材料	16.70	6.32%	-5.95%
11	火炬电子	16.39	38.01%	6.40%
12	中国动力	15.82	-45.57%	-38.85%
13	航发动力	14.99	-65.96%	-61.03%
14	广东宏大	13.68	291.95%	250.28%
15	中国船舶	13.38	-68.77%	-63.17%
16	铂力特	12.88	1448.85%	732.60%
17	紫光国微	11.97	81.08%	77.30%
18	楚江新材	10.47	110.33%	96.44%
19	西部超导	8.28	31.52%	21.50%
20	华丰科技	7.68	249.88%	132.81%

资料来源：IFinD、中国银河证券研究院

（三）超配比例小幅减少

2025Q1 军工板块超配比例为 0.49%，环比下降 0.16pct，同比上升 0.30pct，超配比例小幅减少，但仍超过 24Q1 同期水平。

图5：基金军工超配比例与军工指数走势对比



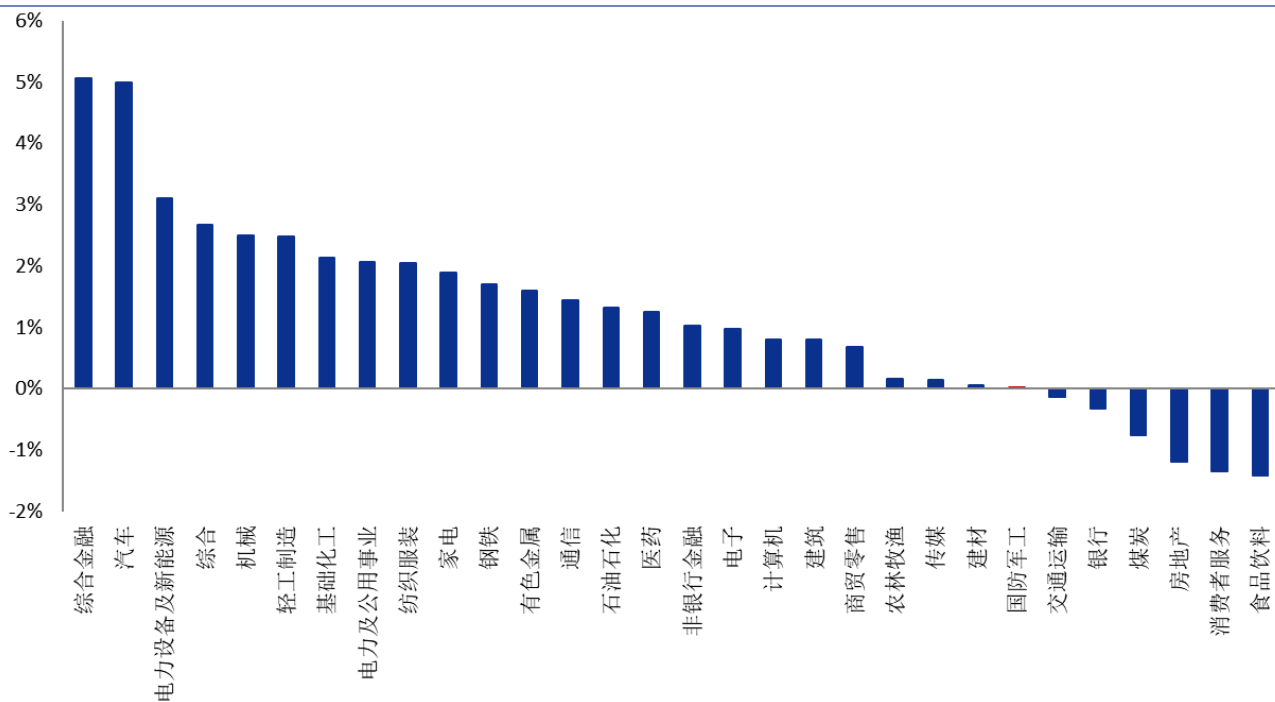
资料来源：IFinD、中国银河证券研究院

二、军工行情表现

（一）周行情

本周上证综指报收 3,295.06 点，周涨跌 18.33 点，涨跌幅 0.56%；沪深 300 指数报收 3,786.99 点，周涨跌 14.47 点，涨跌幅 0.38%；zx 国防军工指数持平，位列 30 个一级板块涨跌幅第 24 位。

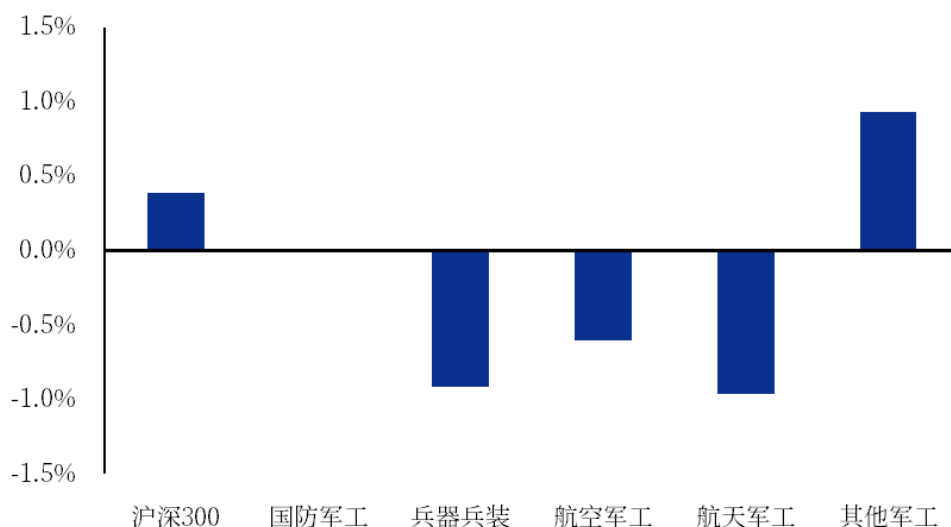
图6：上周 zx 一级行业指数涨跌幅情况



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、航空军工及航天军工均略有下跌，涨跌幅分别为-0.92%、-0.61%及-0.97%；其他军工略有上涨，涨跌幅为 0.93%

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豪能股份(+16.23%)、润贝航科(+12.87%)和国睿科技(+11.95%)。涨跌幅最小的三支股票分别为 ST 炼石、中科海讯和新劲刚,涨跌幅分别为-15.74%、-11.32%和-8.67%。

表2: 军工行业涨跌幅榜前十

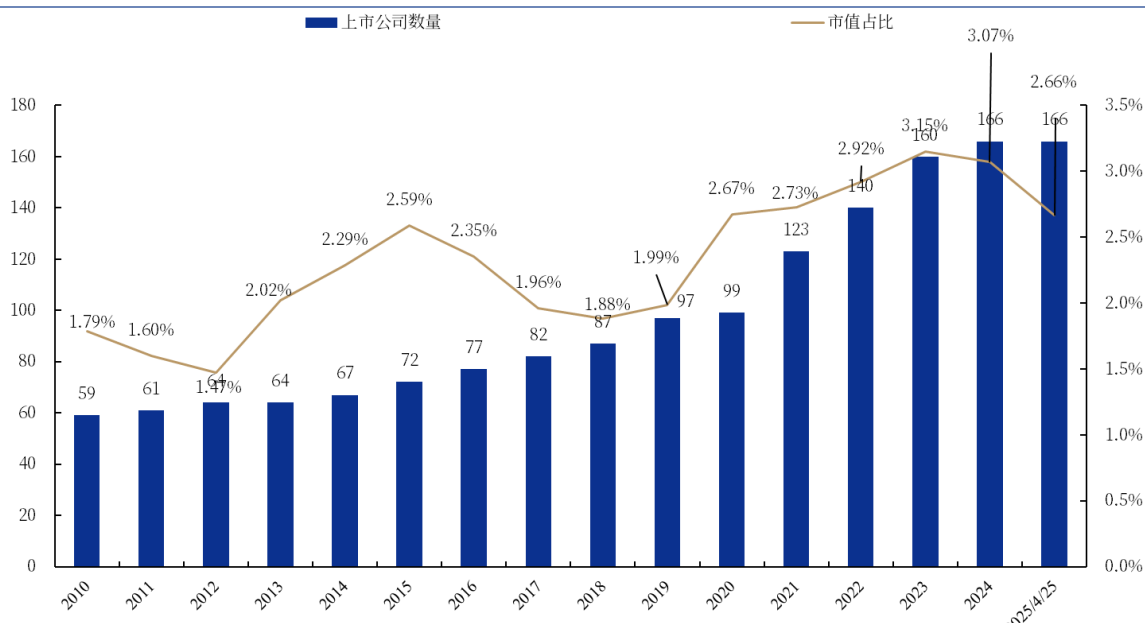
涨跌幅前十			涨跌幅后十		
代码	公司名称	周涨跌幅 (%)	代码	公司名称	周涨跌幅 (%)
603809.SH	豪能股份	16.23	000697.SZ	ST 炼石	-15.74
001316.SZ	润贝航科	12.87	300810.SZ	中科海讯	-11.32
600562.SH	国睿科技	11.95	300629.SZ	新劲刚	-8.67
688629.SH	华丰科技	11.42	300589.SZ	江龙船艇	-5.61
002977.SZ	火箭科技	11.41	300581.SZ	晨曦航空	-5.48
688685.SH	迈信林	11.37	300474.SZ	景嘉微	-5.30
603308.SH	应流股份	10.89	603712.SH	七一二	-5.10
688552.SH	航天南湖	8.29	301357.SZ	北方长龙	-4.74
688333.SH	铂力特	7.21	300527.SZ	中船应急	-4.56
688788.SH	科思科技	6.95	300875.SZ	捷强装备	-4.54

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院整理

(二) 当前共 166 家涉军上市公司, 占比 A 股总市值 2.56%

在上市公司数量方面,截至 2025 年 4 月 27 日,中国 A 股共有上市公司 5415 家,其中军工行业上市公司 166 家,占比 3.07%。市值方面,截至 2025 年 4 月 27 日,A 股总市值 93.58 万亿,军工行业上市公司总市值 2.49 万亿,占比 2.79%。截至 2025 年 4 月 27 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 1.0633 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 4 月 27 日,军工板块整体估值(TTM) 55.14x,在估值中枢 59x 下方,当前估值分位数为 61%,在当前的市场环境中,上行空间依然较大。

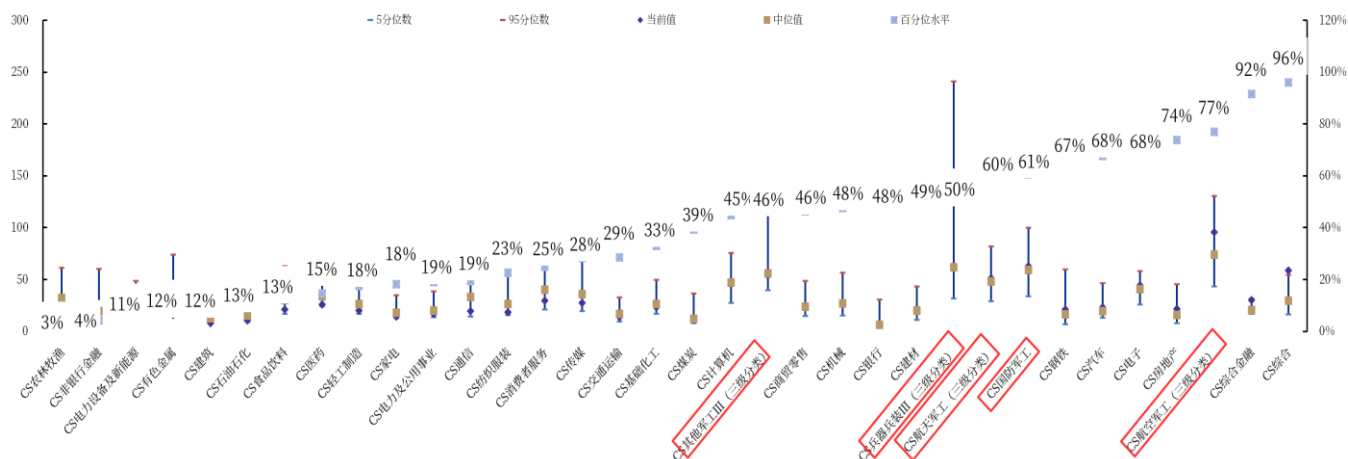
图9: 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况



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 4 月 27 日,估值前三位为国防军工(62.91 倍)、综合(58.52 倍)、计算机(45.31 倍),估值后三位的分别为银行(6.54 倍)、建筑(7.91 倍)、石油石化(10.50 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 61%,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, 航空军工估值最高, 为 95.01 倍, 航天军工、其他军工和兵器兵装估值分别为 56.20 倍、54.64 倍和 47.06 倍。对比百分位水平, 航空军工(75.6%)和航天军工(69.6%)显著超过 50%的基准水平, 近期或存在一定风险敞口; 其他军工(47.3%)有一定成长空间。兵器兵装为 30.3%, 显著低于 50%, 提升空间较大。

(四) 重要上市公司动态

【西测测试 (SZ301306)】4 月 28 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 3.89 亿元, 同比上涨 33.57%; 实现归母净利润-1.58 亿元, 同比下跌 206.13%; 实现扣非归母净利润-1.60 亿元, 同比下跌 156.62%。

【亚光科技 (SZ300123)】4 月 28 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 9.52 亿元, 同比下降 40.08%; 实现归母净利润-9.19 亿元, 同比下跌 224.03%; 实现扣非归母净利润-9.64 亿元, 同比下跌 166.07%。

【星网宇达 (SZ002829)】4 月 28 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 4.23 亿元, 同比下降 45.14%; 实现归母净利润-2.28 亿元, 同比下跌 522.43%; 实现扣非归母净利润-2.39 亿元, 同比下跌 1101.98%。

【星网宇达 (SZ002829)】4 月 28 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 4.23 亿元, 同比下降 45.14%; 实现归母净利润-2.28 亿元, 同比下跌 522.43%; 实现扣非归母净利润-2.39 亿元, 同比下跌 1101.98%。

【烽火电子 (SZ000561)】4 月 28 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 12.01 亿元, 同比下降 18.28%, 实现归母净利润-1.52 亿元, 实现扣非归母净利润-1.56 亿元。

【大立科技 (SZ002214)】4 月 26 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 2.75 亿元, 同比上涨 7.97%; 实现归母净利润-3.84 亿元, 同比下跌 31.40%; 实现扣非归母净利润-3.89 亿元, 同比下跌 28.70%。

【航宇微 (SZ300053)】4 月 26 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 2.12 亿元, 同比下降 39.86%; 实现归母净利润-2.94 亿元, 同比上涨 30.83%; 实现扣非归母净利润-3.09 亿元, 同比上涨 30.49%。

【思科瑞 (SH688053)】4 月 26 日发布 2024 年年度报告, 公司实现营业收入 1.44 亿元, 同比下降 28.40%; 实现归母净利润-0.21 亿元, 同比下降 143.90%; 实现扣非归母净利润-0.26 亿元,

同比下降 161.25%。

（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 68 家上市公司开展了股票回购行动, 累计已回购金额 38.58 亿元, 计划回购总金额 37.16-61.36 亿元, 目前已回购占计划回购总金额的 62.87%-103.82%, 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	回购金额区间（万元）		公告回购数量(万股)	占总股本比例 (%)	价格上限 (元)	已回购数量 (万股)	已回购金额 (万元)	回购均价	占公告回购总资金比例 (%)
			下限	上限							
000561.SZ	烽火电子	2025/1/4	480.00	960.00	82.83	0.14	11.59	69.75	495.04	7.10	51.57
000066.SZ	中国长城	2025/2/7	16600.00	25600.00	1422.00	0.44	18.00	721.28	9998.93	13.86	39.06
000066.SZ	中国长城	2024/12/3	30000.00	30000.00	2300.00	0.71	13.02	499.99	4429.01	8.86	14.76
000768.SZ	中航西飞	2025/2/8	815.03		59.10	0.02					
002025.SZ	航天电器	2025/1/16	305.41	305.41	6.69	0.01	45.62				
002179.SZ	中航光电	2025/1/16	3461.96	3461.96	139.03	0.07	24.90				
002179.SZ	中航光电	2024/3/8	849.50	849.50	38.50	0.02	24.90	38.50	849.50	22.07	100.00
002389.SZ	航天彩虹	2024/12/13	31.75	31.75	2.52	0.00	12.62	2.52	31.75	12.62	100.00
002389.SZ	航天彩虹	2024/12/13	3329.89	3329.89	262.62	0.26	12.68	262.62	3329.89	12.68	100.00
002389.SZ	航天彩虹	2024/12/13	256.13		20.20	0.02		20.20	247.90	12.27	96.79
600765.SH	中航重机	2024/9/25	58.99	58.99	10.75	0.01	5.49	10.75	58.99	5.49	100.00
600967.SH	内蒙一机	2024/10/30	379.70	379.70	84.21	0.05	4.60	84.21	379.70	4.51	100.00
600990.SH	四创电子	2024/7/20	3380.95	3380.95	271.93	0.99	12.57	271.93	3380.95	12.43	100.00
000818.SZ	航锦科技	2025/1/3	30000.00	40000.00	1052.63	1.55	38.00	1915.60	39166.73	20.45	97.92
002151.SZ	北斗星通	2025/2/19	1188.00	1188.00	57.35	0.11		57.35	1188.10	20.72	100.01
002151.SZ	北斗星通	2024/5/21	240.20	240.20	12.37	0.02		12.37	240.20	19.42	100.00
002151.SZ	北斗星通	2024/1/17	1039.00	1039.00	50.30	0.09		50.30	1039.36	20.66	100.03
002214.SZ	大立科技	2024/5/28	5000.00	10000.00	501.25	0.84	19.95	420.85	5009.27	11.90	50.09
002413.SZ	雷科防务	2024/10/15	2865.98		1036.59	0.78		1036.59	2892.15	2.79	100.91
002413.SZ	雷科防务	2024/3/13			1298.95	0.97	3.16	1298.95	3616.93	2.78	100.00
002520.SZ	日发精机	2024/12/28	0.00	0.00	10610.49	13.26		5000.00	0.00	0.00	100.00
002520.SZ	日发精机	2024/8/2	5000.00	10000.00	1298.70	1.62	7.70	1211.70	5001.91	4.13	50.02
002829.SZ	星网宇达	2025/2/7	2000.00	3000.00	89.85	0.43	33.39	121.87	2099.42	17.23	69.98
300065.SZ	海兰信	2024/10/28	3000.00	6000.00	428.57	0.59	14.00	283.46	3001.89	10.59	50.03
300447.SZ	全信股份	2024/9/25	3000.00	6000.00	430.73	1.38	13.93	320.77	3500.20	10.91	58.34
603678.SH	火炬电子	2024/4/30			54.55	0.12	55.00	56.06	2999.45	53.50	99.98
603678.SH	火炬电子	2024/4/11	1500.00	2500.00	71.43	0.16	35.00	114.79	2499.74	21.78	99.99
300699.SZ	光威复材	2024/3/29	15000.00	30000.00	803.21	0.97	37.35	635.20	16165.55	25.45	53.89
002171.SZ	楚江新材	2024/3/7			2521.00	1.89	11.90	1655.65	15151.38	9.15	50.50
002935.SZ	天奥电子	2024/12/4	111.32	111.32	13.04	0.03	8.54				
002935.SZ	天奥电子	2024/10/8	1952.20	1952.20	228.33	0.53	8.55	228.33	1952.20	8.55	100.00
300101.SZ	振芯科技	2024/11/11	3600.00	7200.00	266.96	0.47	26.97				

300101.SZ	振芯科技	2024/11/5	4000.00	8000.00	412.37	0.73	19.40	319.20	4499.89	14.10	56.25
300747.SZ	锐科激光	2024/12/30	48.79		1.93	0.00					
300747.SZ	锐科激光	2024/1/2	4564.35	4564.35	179.79	0.32	25.35	179.79	4564.35	25.39	100.13
300777.SZ	中简科技	2024/12/13	1500.00	3000.00	72.92	0.17	41.14	116.70	3000.00	25.71	100.00
603267.SH	鸿远电子	2024/10/29			50.00	0.22	120.00	33.51	3825.50	114.17	63.76
603267.SH	鸿远电子	2024/10/29			60.16	0.26	149.61	42.96	5348.96	124.50	59.43
603267.SH	鸿远电子	2024/6/13	1633.44	1633.44	27.12	0.12	60.23	27.12	1633.44	60.23	100.00
603267.SH	鸿远电子	2024/3/21	2000.00	3000.00	37.50	0.16	80.00	47.10	2029.12	43.08	67.64
688333.SH	铂力特	2025/2/6	7000.00	10000.00	134.05	0.49	74.60	175.95	7321.27	41.61	73.21
688333.SH	铂力特	2024/11/28	2000.00	3000.00	45.91	0.17	65.34	53.24	2532.71	47.58	84.42
688010.SH	福光股份	2024/5/21	3000.00	6000.00	200.00	1.25	30.00	172.37	3002.61	17.42	50.04
688002.SH	睿创微纳	2025/2/7	10000.00	20000.00	277.78	0.61	72.00	228.27	7314.68	32.04	36.57
688002.SH	睿创微纳	2024/4/20	15000.00	20000.00	166.67	0.37	60.00	548.79	19997.69	36.44	99.99
600877.SH	电科芯片	2024/11/29	0.00	0.00	10.76	0.01		10.76	0.00	0.00	100.00

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

【**美军 B-1 轰炸机参加美日军演**】4 月 25 日，日本防卫省宣布航空自卫队和美军举行联合演练。在从东海到冲绳县东南方向的西太平洋上空，航空自卫队战斗机和可搭载美军核武器的战略轰炸机等共计 21 架飞机参加演练。航空自卫队主力战机 F-15、美军 B-1 战略轰炸机以及最新锐战机 F-35 等参加演练。在 3 月成立的联合作战司令部的指挥下，双方进行了防空战斗等训练。

【**美拟出台 1500 亿美元防务开支计划**】4 月 24 日，路透社报道美国国会共和党人计划推出一项总额 1500 亿美元的全面防务一揽子计划，将初步提供 270 亿美元，用于推动特朗普总统备受争议的“金穹”导弹防御系统并加强舰船制造。这项措施将为国防预算提供新的资金，用于建造 14 艘军舰和增加国土安全开支，同时为 2025 年已经批准的 8860 亿美元国家安全预算再添 1500 亿美元。

【**西班牙防务开支将增至 GDP2%**】4 月 22 日，西班牙首相佩德罗·桑切斯称西班牙今年将在防务开支上增加投入 100 多亿欧元，使之达到国内生产总值（GDP）的 2%——北约设定的最低目标比例。

（二）商业航天板块动态

【**长六改火箭成功发射试验二十七号卫星**】4 月 19 日，我国在太原卫星发射中心使用长征六号改运载火箭，成功将试验二十七号卫星 01 星-06 星发射升空，卫星顺利进入预定轨道，发射任务获得圆满成功。长六改火箭由中国航天科技集团有限公司八院抓总研制，是我国首型固液捆绑中型运载火箭，全箭为两级半构型，500 公里高度太阳同步轨道运载能力不小于 6.5 吨。试验二十七号卫星 01 星-06 星由航天科技集团五院抓总研制，该卫星主要用于空间环境探测及相关技术试验。

【**蓝箭航天第 100 台液氧甲烷发动机正式下线**】4 月 15 日，蓝箭航天第 100 台天鹊系列液氧甲烷火箭发动机在浙江湖州动力制造基地正式下线，标志着我国民营商业航天在火箭动力系统领域成功实现了从“单台突破”到“批量制造”的跨越，迈入“三位数时代”，开启规模化应用新阶段。

【**C909 飞机开启越南商业运营**】4 月 19 日，由成都航空湿租给越捷航空的两架 C909 飞机正式开通“河内-昆岛-胡志明”航线，标志着中国商用飞机在越南开启商业运营。截至目前，印尼翎亚航空、老挝航空、越南越捷航空三家海外航空公司已累计使用 C909 飞机在东南亚开通 15 条航线，运送旅客超 25 万人次。

【**波音多架客机遭中国航司“退货”，6 年未扭亏**】近期，波音公司首席执行官凯利·奥特伯格证实，“由于关税环境”，中国客户已经“停止接收飞机交付”。另据报道，美国的达美航空以及欧洲的瑞安航空相关高管也相继表态，如果关税导致波音或空客飞机价格上涨，考虑将推迟飞机交付时间。自 2019 年以来，波音已连续亏损 6 年，2025 年被视作业务复苏的关键阶段，特朗普关税政策对波音而言无疑是“雪上加霜”。继 2024 年 118.2 亿美元的净亏损之后，波音最新披露的 2025 年一季度净利润虽有所改善，但仍有 3100 万美元的亏损。为进一步削减成本、缓解财务压力，波音已同意将其部分数字航空解决方案业务出售，其中包括盈利的 Jeppesen 子公司。

【**老挝、越南、马来西亚相继释放积极信号 国产客机“飞向”东南亚**】近日，国产客机在东南亚市场取得新进展。4 月 17 日，中国与马来西亚联合声明支持马航引进和运营中国商用飞机；4 月 15 日，中国与越南也发布类似声明。此前，老挝民航局已向中国商飞颁发 C909 飞机型号接受

证，首架飞机于3月底交付老挝航空。在全球航空供应链受困、空客和波音交付延迟的背景下，中国产客机成为东南亚市场的新选择。

（三）低空经济板块动态

【武汉规划布局 1000 个低空地面起降场、起降点】4月25日，湖北武汉市政府办公厅印发《市十五届人大五次会议2号议案办理工作方案》。《方案》提出，综合应用需求、规划布局和经济效益，结合空天地一体化项目建设，规划布局1000个低空地面起降场、起降点，初步形成低空地面基础设施网。重点突破“低空+治理”“低空+物流”“低空+文体旅”“低空+客运”等四大类应用场景，开通低空飞行商业航线10条以上、城市治理类航线1000条以上。

【交通运输部等十部门联合印发指导意见】4月25日，交通运输部、国家发展改革委等十部门联合印发《关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》，明确交通运输与能源融合发展目标，围绕交通基础设施、运输装备、燃料供应、产业培育、要素保障等领域部署了8个方面25项重点任务。其中明确，发展新能源航空器。推动新能源航空器应用推广，加大对新能源航空器的发展支持力度。鼓励有基础有条件的地区布局绿色航空关键技术、产品方案和安全验证等试验基地。加快推动建立新能源航空器适航审定体系和持续适航体系。在确保安全的前提下，加大无人机、无人车等推广应用。积极推广邮件快件航空运输应用可持续航空燃料。

四、投资建议：自主可控强化，军工迎发展机遇

短期看，首先，美国关税政策对军工产业影响极其有限，“避风港”特征凸显；其次，关税引发的自主可控需求得到强化，军技转民用市场空间打开，比如军工半导体的民用化开发；再次，军工部分上游元器件企业订单端同比改善明显，并有望自上而上传导，强预期向强现实过渡，Q2 基本面改善可期；此外，年报和一季报进入披露窗口，利空逐步出尽，建议“重订单，轻业绩”。

中期看，首先，2025 年恰逢抗战暨世界反法西斯战争胜利 80 周年，行业催化剂将持续涌现，看好 Q2 军工板块相对表现；其次，央企市值管理+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。

长期看，2027 年建军百年近在咫尺，三年高景气有望延续。

建议关注：

- **军技转民用看布局**：北摩高科、芯动联科；
- **低空+商业航天+深海科技看政策催化**：航天电子、四川九洲、中科海讯；
- **弹产业链看β**：航天电器、菲利华、理工导航、振华科技、长盈通；
- **军机和航发产业链看α**：智明达、紫光国微、航宇科技；
- **AI+看催化**：佳缘科技、中科星图、邦彦技术。

五、风险提示

国际局势变化风险；需求不及预期的风险；下游持续降价的风险。

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 2025.3.31 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 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

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

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

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

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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn