

2025年05月11日

证券研究报告|行业研究|军工行业点评

## 国防军工

投资评级

增持

### 军工行业周报：印巴冲突如何演绎，军工大涨后何去

维持评级

#### 何从

#### 报告摘要

全年观点请关注 2025 年军工投资策略《今朝更好看》。

#### 一、核心观点

本周，国防军工（申万）上涨 6.33%，在 31 个行业中排名 1，军工板块（申万）周成交额为 2736.92 亿元 (+236.57%)，占中证指周成交额比例为 5.23%，为近十年以来最高。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。受此消息影响，5 月 7 号当日，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。

本周后半周，相关催化持续延续，本周中航成飞、航天南湖、爱乐达、雷电微力、中无人机、国睿科技航天彩虹等涉及航空装备、空空导弹等领域出口概念股涨幅居前。同时，巴西联邦共和国总统卢拉将于 5 月 10 日至 14 日对中国进行国事访问，在启程前采访中卢拉提到“希望与中方在航天航空领域建立更多合作，巴西目前与中国已有卫星协议，希望进一步完善‘巴中地球资源卫星五号’和‘巴中地球资源卫星六号’的合作”。受此影响，本周天箭科技、星辰科技、陕西华达、佳缘科技等商业航天领域个股涨幅居前。商业航天、军贸为代表的“大军工”将持续对军工行业的市场空间和天花板进行数量级的抬升。特别是从近期行情来看，随着年报、一季报军工“最后一波利空”出清，行业成交量回升市场情绪回暖，在“十四五”的最后半年，市场不再过度纠结短期兑现，而愿意关注远端预期。因此，以本周军贸、商业航天板块以及此前低空经济、深海科技等板块为代表的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

#### 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 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 —2025-05-09

内外兼修，左右逢源——论印巴冲突对军工行  
业的影响 —2025-05-08

军工行业周报：基本面回暖在望，主题侧利好频  
现 —2025-04-28

股市有风险 入市需谨慎

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

**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期的二重奏，共同推动军工整体行情的再次到来。**

5月10日，据中央电视台从巴基斯坦军方获悉，巴基斯坦正式启动军事行动，以回应印度方面持续不断的挑衅行为。此次行动针对印度境内多个目标展开，打击范围覆盖印度全国多个区域。同日，巴基斯坦副总理兼外长达尔表示，巴基斯坦和印度已同意立即停火。从印巴双方此前对停火协议的执行情况来看，我们认为，本次停火协议可能只是短暂的暂停键而不是休止符，根据2021年巴基斯坦三军公共关系局局长伊夫提哈尔受访时发言，“2003年双方曾达成实控线停火协议，但从2014年起，(印度)违反实控线停火协议的次数开始增多。从2003年至今，印度方面共违反停火协议13500余次，造成310名平民死亡、约1600名平民受伤”。

正如我们在《内外兼修，左右逢源——论印巴冲突对军工行业的影响》报告中提出的，对于本次论印巴冲突对军工行业的影响，我们判断如下：

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；
- 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。

**深层次去看，短期勿论地缘政治如何演绎，此次印巴冲突对军工行业更为重要的意义是，展现出我国武器装备的高性能及高性价**

比，我国军贸的能力和潜力将军工行业的天花板再次抬高。

同时，资本市场对军工行业的关注度大幅提高，如因印巴停火导致回调，或是配置良机。

## 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、航海等高价值武器装备领域。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”。

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

### 三、军工行业 2024 年报、2025 年一季报情况

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 年军工央国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：

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。

#### 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。

⑤ 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。

## 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

近一周行情 .....	10
重要事件及公告 .....	10
一、 中国军贸有望由恢复式增长向供需共振驱动增长转变 .....	12
(一) 全球军贸的发展趋势研判：整体有望迎来快速修复 .....	12
(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 .....	14
1、 2022 年以来中国军贸迎来贸易顺差期 .....	14
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 .....	15
(1) 我国军贸产品竞争优势不断提升 .....	16
(2) 产能有望外溢，更好满足军贸需求 .....	17
(3) 部分国家军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口 .....	18
(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 .....	18
(5) 政策出台引导军贸出口合规发展 .....	19
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 .	20
(三) “军贸之变”对军工企业发展影响：增收增利，提质增效 .....	22
1、 增收：提高企业营收规模，降低业绩波动性风险 .....	23
2、 增利：军贸的溢价属性可以显著提升企业盈利空间 .....	24
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 .....	26
(四) 军贸上市公司相关业务情况或规划 .....	27
(五) 军工板块 2025 年行情走势节奏判断 .....	29

二、 2024 年年报、2025 年一季报数据分析 .....	30
三、 本周市场数据 .....	34
(一) 估值分位 .....	34
(二) 军工板块成交额及 ETF 份额变化 .....	34
(三) 融资余额变化 .....	35
四、 军工三大赛道投资全景图 .....	36
五、 建议关注的细分领域及个股 .....	41
六、 风险提示 .....	43

## 图表目录

图 1 2023-2024 年全球军贸指标出现调整（单位：亿 TIV） .....	13
图 2 2002 年以来我国军贸进出口的四个时期 .....	15
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 .....	16
图 4 2023 年以来中国军贸市场的部分案例 .....	16
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）	22
图 6 军贸复苏对军工企业的促进作用（双回路正反馈） .....	23
图 7 相较于本国市场，军品通过军贸出口的溢价特征显著 .....	24
图 8 2025-2027 年军工板块走势分析及判断 .....	30
图 9 军工板块成交量变化 .....	35
图 10 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份） .....	35
图 11 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况 .....	36
图 12 军工主赛道投资全景图 .....	37
图 13 大军工赛道投资全景图（一） .....	38
图 14 大军工赛道投资全景图（二） .....	39
图 15 新域新质赛道投资全景图 .....	40
图 16 三大赛道各细分领域投资特点对比 .....	41

## 近一周行情

本周，国防军工（申万）指数（+6.33%），行业（申万）排名（1/31）；上证综指（+1.92%），深证成指（+2.29%），创业板指（+3.27%）；  
**涨幅前五：**晨曦航空（+59.26%）、华伍股份（+48.85%）、航天南湖（+48.76%）、利君股份（+36.49%）、奥普光电（+36.46%）；  
**涨幅后五：**福光股份（-6.05%）、复旦微电（-6.01%）、华曙高科（-5.18%）、华丰科技（-4.73%）、理工导航（-4.69%）。

## 重要事件及公告

5月4日，中埃“文明之鹰-2025”空军联合训练在埃及空军某基地闭幕。中国空军派出歼-10C、空警-500、运油-20等参训，这是首次派出体系力量赴非洲开展联训。

5月6日，2025年亚洲国际海事防务展在新加坡樟宜展览中心开幕中国海军导弹护卫舰许昌舰与猎扫雷舰赤水舰参展并安排许昌舰面向公众开放。

5月6日至15日，由埃及、莫桑比克、坦桑尼亚、肯尼亚等40多个非洲国家近百名军官组成的非洲中青年军官代表团来华访问，其间赴北京、长沙、韶山等地参访交流。此次活动是中国国防部第4次组织，由国防科技大学具体承办，旨在落实中非合作论坛北京峰会成果，深化中国与非洲国家军队传统友谊，增进中非中青年军官相互了解，助力构筑新时代全天候中非命运共同体。

5月7日，奥普光电公告，公司于近日与客户签订某型光学系统研制合同，合同金额为2.97亿元人民币。

5月8日，纵横股份公告，公司中标“智慧巴中”低空数字经济无人值守系统及配套设施建设项目，中标金额10,606.80万元。

5月8日，国防部新闻发言人张晓刚大校就近期涉军问题发布消息，表示山东舰航母编队在相关海域执行年度训练任务，进一步检验提升航母编队体系作战能力，符合国际法和国际惯例，不针对特定国家和目标。

5月8日，南部战区新闻发言人田军里空军大校表示，5月5日，菲35号护卫艇企图侵闯中国黄岩岛领海，中国人民解放军南部战区组织海空兵力，依法依规跟踪监视、警告驱离，有力有效阻止菲艇侵入中国领海，现场操作专业规范、正当合法。

5月8日，中国海警局新闻发言人刘德军表示，5月7日至8日，日“狮子”号渔船非法进入我钓鱼岛领海，中国海警舰艇依法对其采取必要管控措施并警告驱离。

5月9日，中国船舶公告，公司换股吸收合并中国重工的申请，上交所决定予以受理并依法进行审核。

5月9日，中国人民解放军仪仗司礼大队仪仗分队119名官兵在莫斯科参加纪念苏联伟大卫国战争胜利80周年阅兵活动。

近日，我国自主研制的大型水陆两栖飞机AG600近日在内蒙古锡林浩特，完成了陆上侧风起降、进气系统表明符合性试飞试验及发动机振动机上地面试验和螺旋桨振动应力机上地面试验。

# 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，全球军费增速再创近 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，中国政府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；

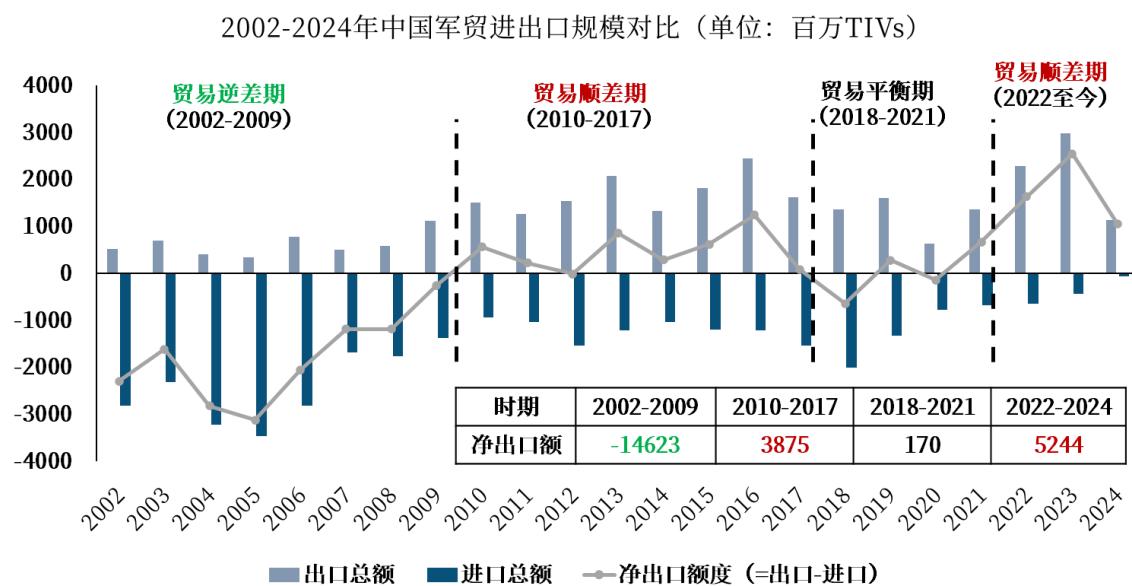
②贸易顺差期（2010-2017年）：此阶段我国军贸出口量快速增长，出口产品以飞机（含无人机）、导弹、装甲车等武器装备为主，飞机（含无人机）的进口量有所下降，

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

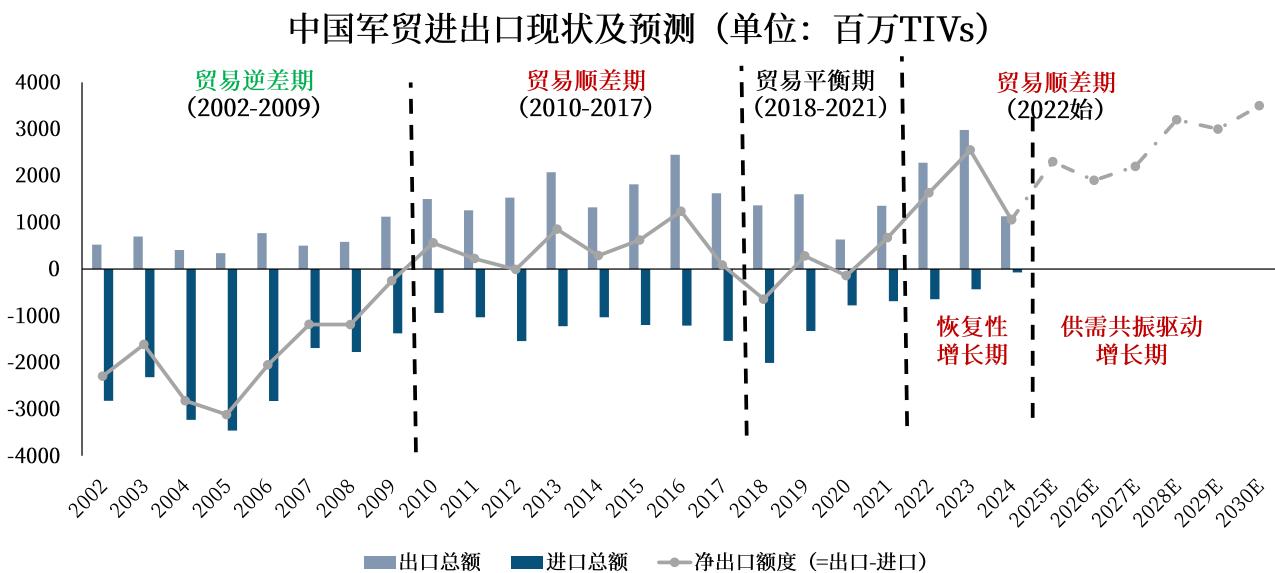


资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

## 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

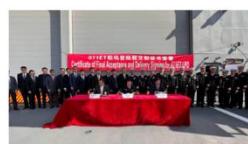
经过几十年的投入，我国的军工行业已基本具备“内循环”的技术基础和物质条件。当前，国际军贸市场对“质美价优”武器装备的需求日益旺盛，这使得中国军贸在国际市场上的竞争优势正在不断提升。2023年以来，中国已与阿联酋签约出口 L15 教练机，面向泰国交付舰船，援助埃及卫星（详见下图）。

图4 2023年以来中国军贸市场的部分案例

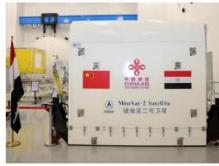
2023年2月，中国与阿联酋已经成功签约向阿出口L15“猎鹰”教练机



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 中高空长航时无人机等。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	AEE1200 发动机、兆瓦级航空混电动力系统、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 中高空长航时无人机（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 电动力推进电机（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

军工集团/军贸公司	关于军贸相关的最新表述或规划
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所示，“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将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。

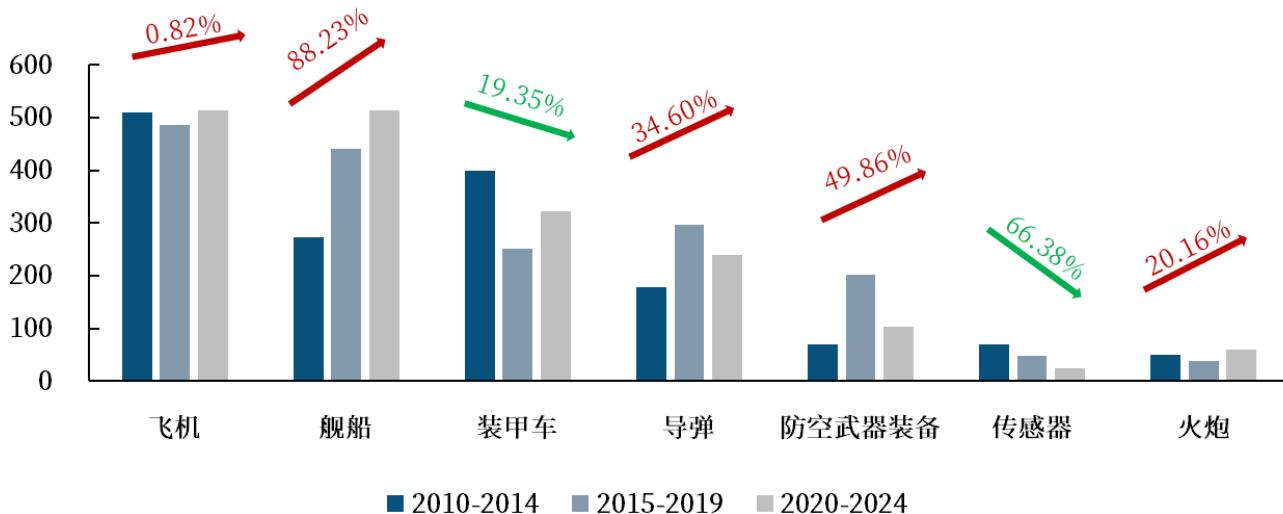
表5 2005-2024 年中国军贸进口规模显著减少

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、导弹等具备较高性价比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。

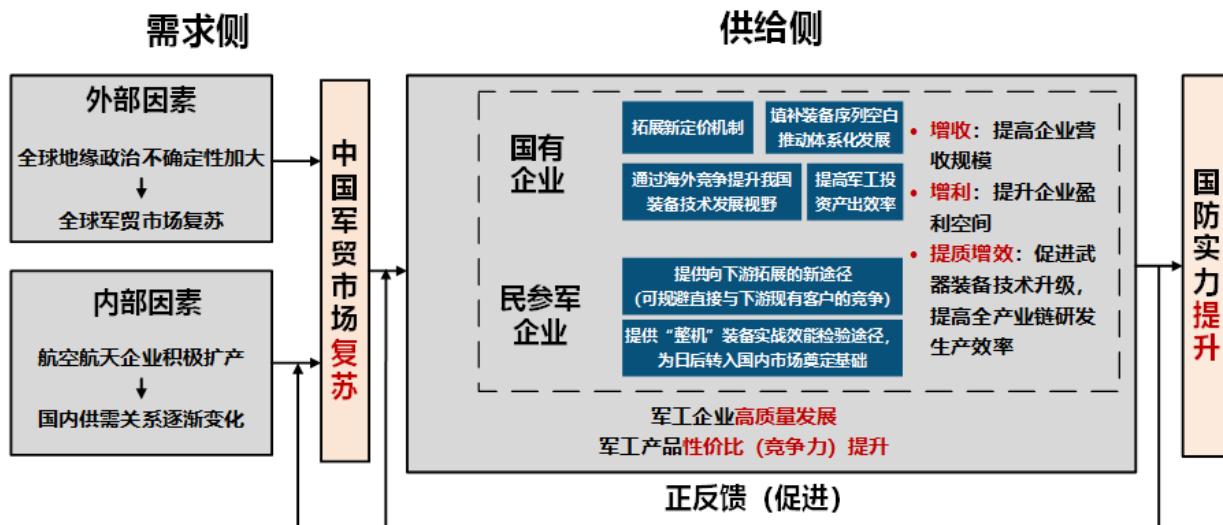
新质战斗力以新质生产力发展为基础，以先进科技发展应用为支撑，其本质特点在于“新”。加强新质战斗力建设，有助于提升军队在传统领域、新兴领域和重点领域的作战能力，确保国家在大国战略博弈和军事对抗中占据优势和主动。随着大数据、云计算、人工智能、物联网等新一代信息技术的发展，武器装备的信息化、无人化、智能化已逐步成为实现。军工企业有望推动新质生产力同新质战斗力高效融合，把握无人装备、数据链路、电子对抗、卫星互联网等新兴领域的军贸业务机会，充分解放和发展新质战斗力，实现高质量发展。

### （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“恶性价格战”，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

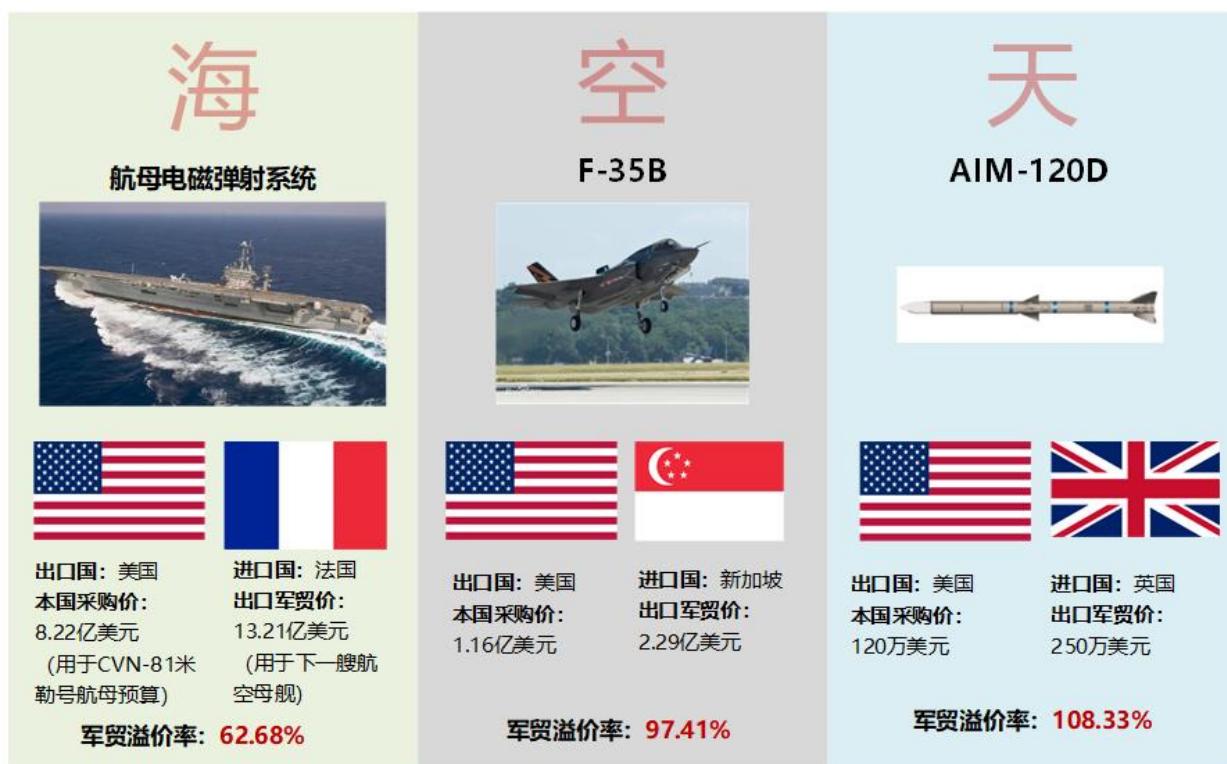
更宽广的客户需求，另一方面，军贸也可以为具有向产业链下游拓展意愿和能力的企业，提供一个既规避与现有客户竞争、又可以维持较高利润空间的新渠道。最终实现军工企业维持一定利润空间下，营收规模的快速提升。同时，军贸可以在国内市场需求低迷的时期，填补收入缺口并化解库存压力，从而熨平一些需求侧的波动，降低业绩波动的风险。

## 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%
		5%	10.04%	13.64%
10%	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%
	5%	13.64%	18.10%	20.83%
20%	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%
	5%	17.39%	23.39%	26.92%
30%	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中的中航工业成飞 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。

## (四) 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。

公司代码	公司简称	相关军贸业务情况（或规划）
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

## (五) 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三季报业绩表现。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；

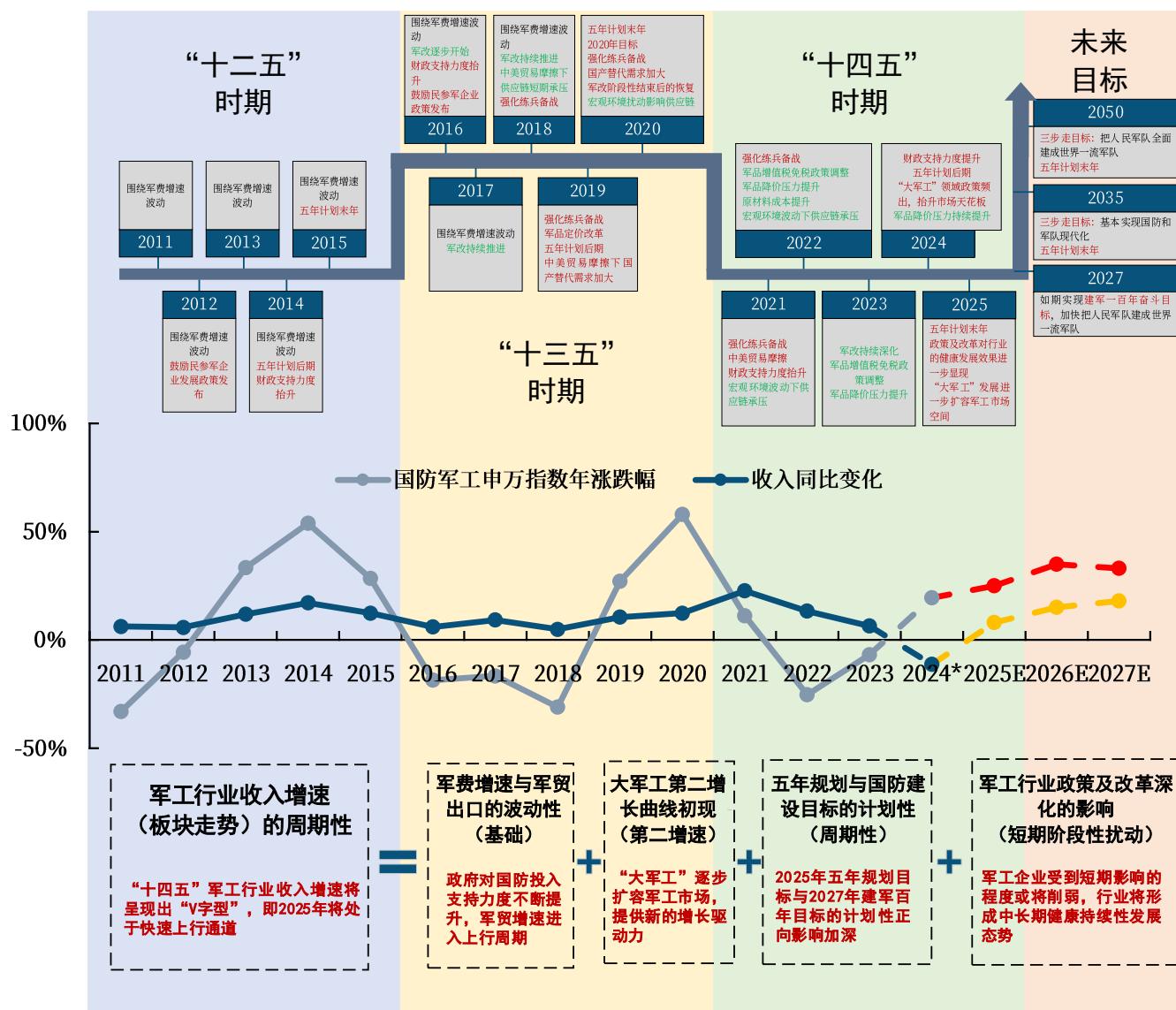
②大军工第二增长曲线因素：国家加大对民机、低空经济、商业航天等多个“大军工”领域的发展支持力度，军工市场天花板持续扩容，构成军工行业发展的新驱动力；

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。

## 二、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年军工央国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9 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%
	其他国企	2.27%	6.15%	-18.28%	3.22%	27.32%	32.14%	6.02%
	民参军	2.04%	2.73%	-39.76%	-27.12%	33.84%	36.32%	1.99%

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10 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11 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%
船舶	下游	6.67%	1.54%	2.44%	-3.05%	11.47%	11.02%	2.21%	4.48%
	中游	8.82%	-8.31%	24.57%	-16.00%	27.71%	25.99%	5.07%	4.46%
军工材料		18.70%	25.81%	78.43%	132.18%	10.20%	10.57%	2.43%	2.35%
军工电子		3.82%	12.88%	-13.03%	3.22%	27.46%	31.08%	9.09%	12.10%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

表12 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%

	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%
航空	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%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13 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14 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%
	其他国企	1.28%	-12.64%	2.03%	1.09%	8.86%
	民参军	17.59%	6.28%	5.68%	6.82%	3.59%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

### 三、本周市场数据

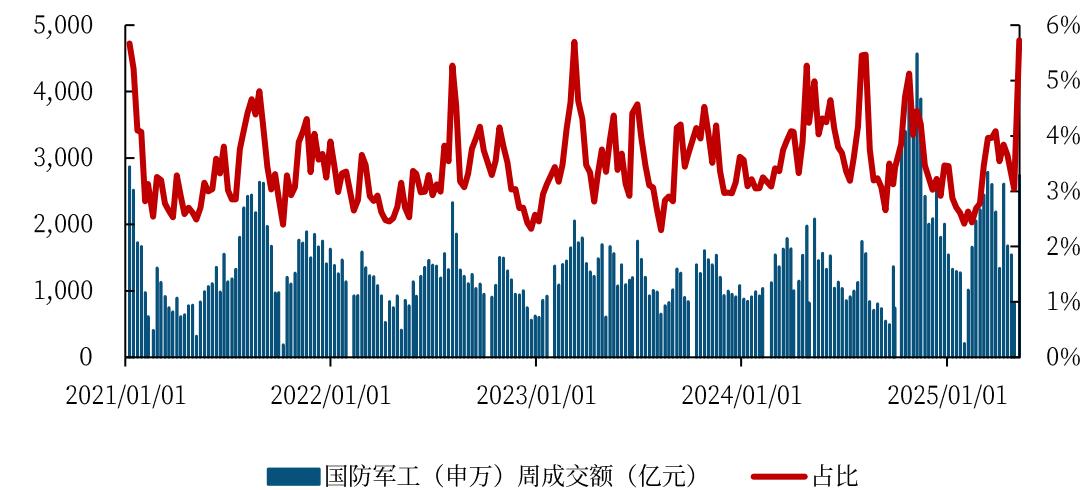
#### （一）估值分位

截至2025年5月9日，国防军工（申万）指数PE为75.10倍，处于2014年来  
的65.47%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2736.92亿元（+236.57%）；占中证全指成交额比例为5.22%，同比上涨2.68pts。主要军工ETF基金份额环比上周减少0.13%。

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 5 月 9 日）

图10 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）

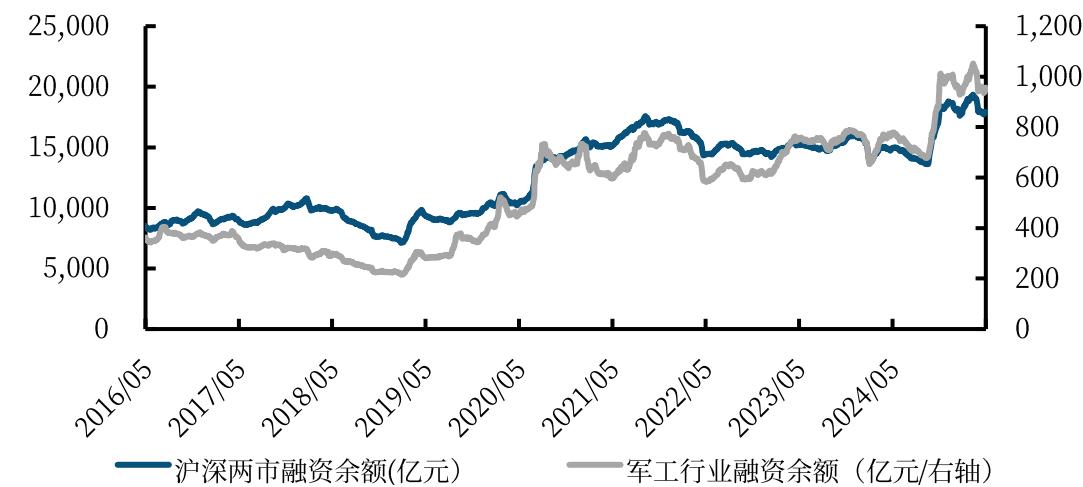
序号	代码	名称	2024/12/31	2025/5/9	年初至今份额变化	近一周份额变化
1	512660.SH	国泰中证军工 ETF	95.94	130.83	36.37%	0.65%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	93.93	129.02	37.36%	-0.91%
3	512670.SH	国防 ETF	42.68	52.78	23.67%	-0.68%
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	34.07	35.14	3.15%	-0.79%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	14.90	15.47	3.82%	1.31%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	11.23	12.44	10.77%	3.07%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	4.59	5.27	14.82%	-1.68%
合计			297.33	380.94	28.12%	-0.13%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 5 月 9 日）

### (三) 融资余额变化

截至 2025 年 5 月 8 日，军工行业的融资余额合计 956.30 亿元，比上周环比增长 1.65%，占两市融资余额比例为 5.34%。

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 5 月 9 日）

## 四、军工三大赛道投资全景图

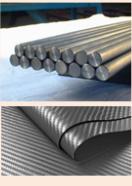
我们将军工行业分为 3 大赛道、20 个细分领域([各赛道详细分析见军工行业 2025 年投资策略《今朝更好看》](#))进行分析讨论，并分别列举投资判断和观点，具体如下：

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	 <p>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。</p>	<p>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。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 下游主机厂地位有望进一步提升，改革助力高质量发展；</li> <li>● 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；</li> <li>● 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。</li> </ul>
导弹与智能弹药	 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 内需以及军贸带来的需求有望维持产业中长期高景气；</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 关注在装备性价比上具有优势的细分赛道；</li> <li>● 聚焦在数量规模或总产值规模上具有优势的细分赛道；</li> <li>● 聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业；</li> <li>● 聚焦高价值分系统领域企业；</li> <li>● 关注与新质新域领域存在业务交叉的企业。</li> </ul>
船舶	 <p>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。</p>	<p>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</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 航空母舰带来的属舰机会；</li> <li>● 船舶新域新智领域机会</li> </ul>
军工电子	 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 叠加成熟产品降价压力导致行业业绩整体承压；</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● “三化”+国产替代+军技民用驱动下，行业需求确定；</li> <li>● 伴随着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；</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 军工智能化、信息化迎来加速；</li> <li>● 人工智能技术引领下一阶段军事变革；</li> <li>● 软件作用日益突出，软件自主可控有望快速发展；</li> <li>● 新域新质作战力量给军工电子带来新增量。</li> </ul>
军工材料	 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 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；</li> <li>● 行业子版块分化，军工新材料值得关注。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 备产要求明确，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；</li> <li>● 低成本与高可靠之间的博弈取舍；</li> <li>● 单一来源与唯一客户的取舍；</li> <li>● 寻找第二曲线，挖掘产业链拓展机会。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 增材制造、特种加工等材料制造新工艺迎来快速发展；</li> <li>● 高端材料的新增“民用”市场开始带来第二曲线动力。</li> </ul>
测试	 <p>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。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● “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；</li> <li>● 未来检测行业需求或将更多的向第三方检测机构倾斜；</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 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。</li> </ul>
航空维修	 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 关注参与或布局维修领域的链长企业；</li> <li>● 关注拥有维修再制造技术且实现产业化应用的企业；</li> <li>● 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。</li> </ul>

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	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
低空经济	<p>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低空产业的关注度。</p>	<p>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、产品结构、技术演进等方面尚存不足，产业距离商业化落地依旧长路漫漫。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。</p>	<p>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。</p>
民机	<p>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。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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司客户。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>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。</li> </ul>
商业航天	<p>● 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重复运载火箭的研制；</p> <p>● 卫星制造：卫星制造产业当前的业绩波动是短期阶段性性的，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；</p> <p>● 卫星通信：当前卫星通信产业的应用端市场空间仍尚未迎来明显变化，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；</p> <p>● 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”换装的持续推进、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；</p> <p>● 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领域的市场需求依然不减。同时，遥感产业的“第二增长曲线”迎来快速增长。</p>	<p>● 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；</p> <p>● 卫星制造：我国卫星发射数量有望维持快速增长趋势，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；</p> <p>● 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”；</p> <p>● 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%；</p> <p>● 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属性相对更高的细分赛道。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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的企业、布局火箭制造各细分领域的“军民融合”企业；</li> <li>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箭链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业；</li> <li>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水平的企业；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；</li> <li>卫星导航：建议关注北斗应用产业链上游企业的头部企业，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”以及在卫星导遥融合领域布局的企业；</li> <li>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×”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。</li> </ul>

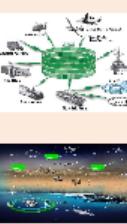
资料来源：中航证券研究所

图14 大军工赛道投资全景图（二）

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	<p>● 2023年以来，国内低轨卫星互联网星座建设项目正逐步启动；</p> <p>● 卫星通信产业的应用端市场空间仍尚未迎来明显变化，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。</p> 	<p>● 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；</p> <p>● 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；</p> <p>● 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</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 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。</li> </ul>
信创	<p>● 2024年以来党政军及行业信创招投标持续取得了积极进展；</p> <p>● 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；</p> <p>● 2024年全球全球信息系统安全事件频发，再次凸显了我国信创产品基础保障的作用。</p> 	<p>● 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年央国企大规模信创采购后，需要一定时间进行实施验证；</p> <p>● 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。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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；</li> <li>● 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。</li> </ul>
民船	<p>2024年以来全球新造船市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），全球新造船市保持活跃，共报出35艘新船订单，包括5艘油轮、14艘集装箱船和7艘气体船。</p> 	<p>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。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 建议关注中国船舶集团后续资本运作情况；</li> <li>● 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。</li> </ul>
军贸	<p>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。</p> 	<p>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。</p>	<p>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，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。</p>

资料来源：中航证券研究所

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	<p>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。</p> 	<p>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。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>低成本、消耗属性，需求量远大于有人装备；</li> <li>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；</li> <li>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。</li> </ul>
反无人	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>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；</li> </ul> 	<p>无人机在军、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、控无人兵力的短缺，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。</p>	<p>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，全产业链布局正当其时。</p>
电子对抗	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>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。</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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；</li> <li>未来战争将以夺取全谱战斗空间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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>认知化已是电子战技术发展的必然趋势</li> <li>建议关注综合射频与一体化设计方向</li> <li>建议关注侦察/进攻/防御综合一体化方向</li> </ul>
数据链路	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年信息支援部队成立，对数据链通信需求进一步明确；</li> <li>宽带通信相关数据链系统出现实质性落地；</li> <li>无人装备等应用场景进一步打开</li> </ul> 	<p>随着下游需求景气回暖，以及军事智能化、信息化建设持续推进，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规模在200-300亿元</p>	<p>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</p>
军事仿真	<p>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。</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>需求上，军事仿真技术在“研试训保”体系中的应用，已得到研制方和使用部队的承认和重视；</li> <li>结构上，嵌入式军事仿真更契合现代化装备训练需求。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>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；</li> <li>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。</li> </ul>
军事智能化	<p>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。</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>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发加深；</li> <li>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；</li> <li>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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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；</li> <li>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。</li> </ul>

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）

## 五、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）。

## 六、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，liyuq@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达或为任何就送达、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、内容或其复印本给予任何其他人。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提供。

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](http://www.avicsec.com)

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637